

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA NÁRODOHOSPODÁŘSKÁ

Ratingové agentury a jejich význam ve světové ekonomice
Rating Agencies and Its importace in the World Economy

Student: Tomáš Lavický

Vedoucí bakalářské práce: Ing. Natalie Uhrová, Ph.D.

Ostrava 2010

Zadání bakalářské práce

Student: **Tomáš Lavický**

Studijní program: B6202 Hospodářská politika a správa

Studijní obor: 6202R027 Národní hospodářství

Téma: **Ratingové agentury a jejich význam ve světové ekonomice**
Rating Agencies and Its Importance in the World Economy

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Ratingové agentury a jejich charakteristika
 3. Vývoj ratingového hodnocení ve vybraných ekonomikách
 4. Ratingové agentury a finanční krize
 5. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků bakalářské práce
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

- HOLMAN, R. *Ekonomie*. 4. vyd. Praha: C. H. Beck, 2005. 709 s. ISBN 80-7179-861-6.
- KLIKOVÁ, Ch.; KOTLÁN, I. *Hospodářská politika*. 1. vyd. Ostrava: Sokrates, 2003. 275 s. ISBN 80-86-572-04-8.
- VINŠ, P.; LIŠKA, V. *Rating*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2005. 109 s. ISBN 80-7179-807-X.

Formální náležitosti a rozsah bakalářské práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí bakalářské práce: **Ing. Natalie Uhrová, Ph.D.**

Datum zadání: 20. 11. 2009

Datum odevzdání: 07. 05. 2010

Ing. Zuzana Kučerová, Ph.D.
vedoucí katedry

prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

Místopřísežně prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracoval samostatně.

V Ostravě dne 7. 5. 2010

.....

Tomáš Lavický

Na tomto místě bych rád poděkoval vedoucí mé bakalářské práce Ing. Natalii Uhrové, Ph.D. za její čas, vstřícný přístup a cenné rady při vypracovávání této bakalářské práce.

Obsah

1	Úvod	8
2	Ratingové agentury a jejich charakteristika	10
2.1	Definice ratingu.....	10
2.2	Tvorba ratingu.....	10
2.3	Ratingový proces.....	11
2.4	Druhy ratingu	13
2.5	Rozdělení ratingu dle časového hlediska.....	13
2.5.1	Dlouhodobý rating.....	13
2.5.2	Krátkodobý rating.....	16
2.6	Rozdělení podle cílového trhu	17
2.6.1	Mezinárodní rating	17
2.6.2	Lokální rating	17
2.7	Problémy při stanovení ratingu	18
2.8	Rating vládních obligací	18
2.8.1	Country rating.....	19
2.9	Ratingové agentury.....	20
2.9.1	Typy ratingových agentur	21
2.9.2	Vznik a historie ratingových agentur	21
2.10	Ratingové agentury ve světě a v ČR.....	23
2.11	Ratingové agentury a jejich financování	24
2.12	Současnost ratingových agentur.....	24
3	Vývoj ratingového hodnocení ve vybraných ekonomikách	26
3.1	Ratingové hodnocení České republiky.....	26
3.2	Ratingové hodnocení Islandu	28

3.3	Ratingové hodnocení Maďarska	31
3.4	Shrnutí ratingového vývoje	34
4	Ratingové agentury a finanční krize	35
4.1	Stanovení nesprávného ratingu v minulosti	35
4.2	Ratingové agentury jako spoluviník finanční krize	36
4.2.1	Průběh finanční krize	37
4.3	Chyby ratingových agentur	41
4.4	Selhání ratingových agentur	42
4.5	Budoucnost ratingových agentur	44
4.5.1	Počátky regulace.....	44
4.5.2	Regulace v Evropě a USA	45
4.5.3	Regulace v ČR.....	46
4.6	Shrnutí.....	46
5	Závěr	47
	Seznam použité literatury	49
	Seznam zkratk.....	53
	Prohlášení o využití výsledků bakalářské práce	54
	Seznam příloh	55

1 Úvod

Ratingové agentury se do širšího povědomí veřejnosti dostaly na podzim roku 2008, kdy byly ostře napadeny jako jeden z hlavních viníků světové finanční krize. Agenturám bylo vytýkáno, že včas nezachytily riziko, které bylo ukryto ve strukturovaných cenných papírech, a nesou tak svůj výrazný podíl na největší světové ekonomické krizi od dob Velké deprese.

Cílem bakalářské práce je porovnat vývoj ratingového hodnocení České republiky, Islandu a Maďarska v souvislosti s jejich ekonomickým vývojem a zhodnotit míru viny ratingových agentur na světové finanční krizi.

Bakalářská práce je ve své první části zaměřena na samotné vymezení ratingu, popisuje jeho jednotlivé druhy a také i samotný proces přidělování ratingu danému subjektu. Poté se věnuje sovereign credit ratingu neboli ratingu vládních obligací. Práce podrobně popisuje jednotlivé typy a metody tohoto country ratingu. Jak je všeobecně známo, rating vládních obligací je hodnocen vždy nejlépe a žádný jiný subjekt v dané zemi nemůže tento rating překonat. Výsledné ratingové hodnocení má pak zásadní vliv na úrokovou míru, za kterou si stát může dále půjčovat a ukazuje, jak je daná země schopna dostát svým závazkům.

Další část se věnuje samotným ratingovým agenturám, které hodnocení provádějí. Popisuje vznik ratingu a ratingových agentur, dále se podrobněji zaměřuje na tři největší světové a jednu českou agenturu. Opomenuto není ani financování ratingových agentur a jejich současné postavení ve světové ekonomice.

Třetí část bakalářské práce se věnuje analýze vývoje ratingového hodnocení ve vybraných ekonomikách v souvislosti s ekonomickou situací dané země. Kromě České republiky se tato část zabývá Islandem, tedy zemí, kde se zhroutil celý finanční sektor a také Maďarskem, které je zase příkladem země, jež dlouhodobě neřešila rostoucí zadluženost státu.

Poslední kapitola se zabývá selháním ratingových agentur v minulosti, ale také sleduje aktuální téma světové finanční krize, rozebírá její příčiny a průběh. Dále pak zkoumá vliv

ratingových agentur na tuto krizi, mapuje jejich chyby a podíl viny. Zabývá se také reakcí Evropské komise a vlády Spojených států amerických v podobě regulace ratingových agentur.

2 Ratingové agentury a jejich charakteristika

2.1 Definice ratingu

„Rating je nezávislé hodnocení, jehož cílem je zjistit, a to na základě komplexního rozboru veškerých známých rizik hodnoceného subjektu, jak je tento subjekt schopen a ochoten dostát včas a v plné výši všem svým splatným závazkům“ (Vinš a Liška, 2005, s. 1). Výsledkem tohoto hodnocení je ratingová známka, která je porovnatelná kdekoli na světě.

Veškeré investice jsou spojené s určitým rizikem a právě ratingové hodnocení je nástrojem, které tuto míru rizika měří. Podle Vinše a Lišky (2005) rating rozhodně není investičním doporučením, protože nezkoumá tržní cenu akcie či obligace a už vůbec se nezabývá tím, jaká je její výnosnost nebo jestli je daný cenný papír vhodný ke koupi či naopak prodeji.

2.2 Tvorba ratingu

Rating se skládá z kvalitativních a kvantitativních faktorů. Kvalitativní faktory se dají podle Vinše a Lišky (2005) rozdělit do tří skupin:

1. faktory specifické pro společnost¹
2. faktory odvětvové²
3. faktory specifické pro určitý stát³

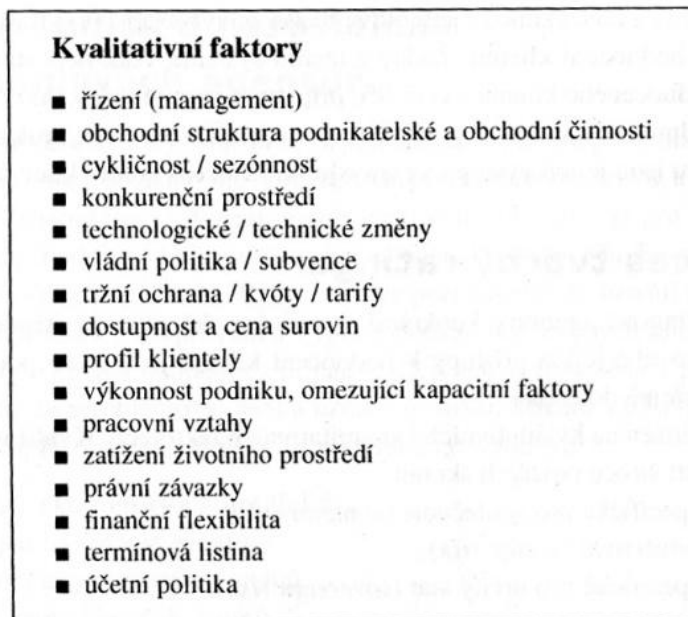
Konkrétní kvalitativní faktory pak můžeme vidět v následující tabulce.

¹ Company risk

² Sector risk

³ Sovereign risk

Obr. 2.1 Kvalitativní faktory tvorby ratingu



Zdroj: Vinš a Liška (2005), str. 22

Avšak při posuzování kvalitativních faktorů se nevyhneme určité míře subjektivity, proto je rating složen také z kvantitativních faktorů. Obvykle se jedná o matematické či statistické modely.

2.3 Ratingový proces

Nejprve je třeba uvést, že subjekt, který o rating žádá, jej nemůže dostat dříve, než bude ratingovou známkou ohodnocena země, ve které se daný subjekt nachází. Země může být reprezentována vládou, centrální bankou nebo vládní agenturou.

Ratingový proces má u většiny standardních agentur podobný průběh. Vše začíná oslovením klienta a následným podpisem smlouvy. Poté je sestaven analytický tým, který dané hodnocení provádí. Další postup se může u jednotlivých agentur mírně lišit. Některé z nich zasílají klientovi velmi podrobný dotazník⁴, ty další klienta rovnou osobně navštíví. Ratingová agentura kromě informací dodané klientem pracuje i s informacemi od poradenských agentur, veřejnoprávních institucí a také daty z veřejně dostupných zdrojů.

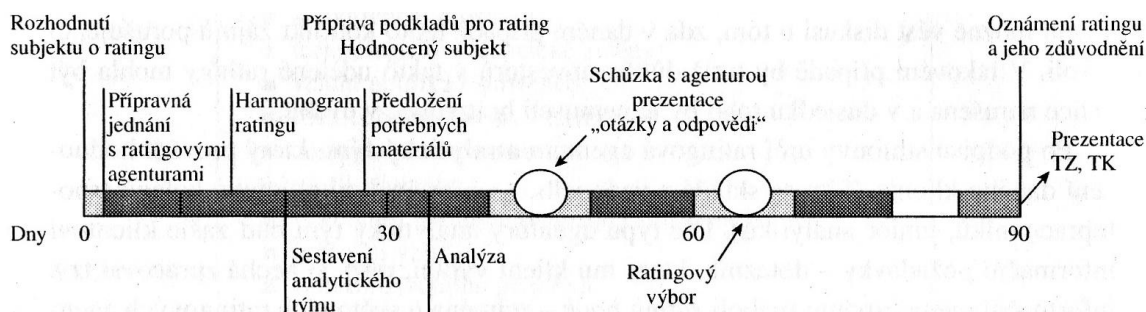
Poté již začíná samostatná kvantitativní a kvalitativní analýza. Ta obvykle trvá 30 až 60 dní. Po této analýze se sejde ratingový výbor složený z analytiků, jenž daný subjekt

⁴ Ratingový dotazník – o něm bude ještě řeč na následujících stranách této práce.

hodnotil a přidělí subjektu konečný rating. Pokud subjekt souhlasí s jeho zveřejněním, připraví mu ratingová agentura prezentaci se všemi údaji, která je následně poskytnuta široké veřejnosti.

Celý proces ratingového ohodnocení daného subjektu může mít různou dobu trvání, ale průměrná délka jeho analytické části se pohybuje kolem 90 dní. Pokud k tomu připočteme i čas, který uplyne od kontaktování klienta až po samotné veřejné vyhlášení ratingu, můžeme se dostat až na úroveň tří měsíců.

Obr. 2.2 Ratingový proces



Zdroj: Vinš a Liška (2005), str. 24

„Ratingová analýza je poměrně hluboká a věnuje se hodnocení veškerých známých rizik, které mohou daný subjekt postihnout. Není to však audit, který ověřuje správnost účtování. Rating se nezaobírá zkoumáním správnosti předložených dat. Naopak v případě účetních dat právě z auditovaných výstupů čerpá“ (Vinš a Liška, 2005, str. 24).

Jednotnou metodologii ratingu nelze určit, protože se liší podle jednotlivých typů subjektů. *„Jiný postup ratingu a systém hodnocení se používá u měst, jiný u podniků z těžebního průmyslu, jiný u obchodních firem a samozřejmě jiný i u bank a pojišťoven“ (Vinš a Liška, 2005, str. 22).*

Ratingové agentury provádí i průběžné monitorování ratingu a rating tak může být revidován. Obvykle se tak děje ve čtvrtletních nebo ročních intervalech. Výjimkou je ovšem neočekávaný vývoj, tedy zlepšení či zhoršení úvěrové důvěryhodnosti. V tomto případě může být rating daného subjektu změněn i mimo stanovené intervaly.

2.4 Druhy ratingu

S postupným rozvojem ratingu a hlavně požadavků investorů vznikaly i nové typy ratingových hodnocení. Rating se běžně rozlišuje podle několika kritérií, např. z časového hlediska, podle trhu, pro který je rating určen a také podle hodnoceného dluhového instrumentu a jeho denominace⁵, (viz Vinš a Liška, 2005).

Tab. 2.1 Druhy ratingu

Dělení ratingu podle typu dluhového instrumentu
Rating cenných papírů a s pevným výnosem (obligace, směnky)
Rating syndikátového dluhu
Rating prioritních akcií
Rating strukturovaného financování
Rating projektového financování
Další možné dělení
Rating emitenta
Rating banky či pojišťovny
Rating podílového nebo penzijního fondu
Rating organizátora trhu s cennými papíry (např. burzy)

Zdroj: Vinš a Liška (2005), vlastní úprava

2.5 Rozdělení ratingu dle časového hlediska

Na instrumenty se splatností nad jeden rok se váže dlouhodobý rating, instrumenty splatné do jednoho roku hodnotíme krátkodobým ratingem.

2.5.1 Dlouhodobý rating

Jedná se o hodnocení v cizích měnách a proto je udělený rating srovnatelný s různými společnostmi po celém světě. Jak uvádí Vinš a Liška (2005), dlouhodobý rating je hodnocen škálou od „triple A“⁶ až po C, respektive D, kterou používá agentura Standard & Poor's.

⁵ snížení nominální hodnoty

⁶ AAA u agentury Standard & Poor's, resp. Aaa u agentury Moody's.

„Velmi známá a nejvyšší známka AAA⁷ přísluší subjektům s prakticky neohroženou schopností dostát svým dlouhodobým závazkům. Tímto stupněm disponuje několik států a světových nadnárodních institucí“⁸ (Vinš a Liška, 2005, s. 10). Velmi vysoké hodnocení mohou dostat i perfektně hospodařící města či regiony⁹, nebo soukromé komerční subjekty, ovšem takto se děje jen ve výjimečných případech.

O stupeň níže najdeme hodnocení „double A“, jež vypovídá o velmi dobré úrovni splácení svých závazků. U tohoto stupně je pravděpodobnost nesplacení na úrovni 4,3 % v horizontu dvaceti let. Ratingové agentury navíc mohou ke známkám přidávat znaménka + a – (Standard & Poor's) nebo 1, 2, 3 (Moody's), jež hodnotí bonitu subjektu na daném stupni ratingového hodnocení.

Stupeň A označuje subjekty, u kterých můžeme říci, že schopnost dostát svým závazkům je stále velmi vysoká a jejich nesplacení se pohybuje pod pěti procenty v dvacetiletém výhledovém období.

Důležitým známkou je BBB, *„která je posledním investičním stupněm a znamená tak vlastně nejdůležitější přelom v ratingové tabulce“* (Vinš a Liška, 2005, s. 11). Tyto subjekty mají ještě přiměřenou míru rizika dostát svým závazkům, které je okolo 10 % v období 20 let, a do takto hodnocených instrumentů plyne až 80 % objemu všech světových investic.

Zbývá procenta pak obvykle plynou do spekulativního pásma, které začíná známkou BB a podle Vinše a Lišky (2005) je prvním spekulativním stupněm ratingové škály. Zde si nelze nevšimnout razantního zvýšení rizika, které se vyšplhalo z 10 % u známky BBB až na 36,5 %.

Známka B již znamená spekulativní investice, kde riziko nesplacení přesahuje padesát procent.

⁷ Hodnocení velkými písmeny (AAA, BBB, CCC) používá agentura Standard & Poor's. Agentura Moody's má trošku jiné hodnocení (Aaa, Baa, Caa). V této části práce ale pro přehlednost budeme používat hodnocení prvně zmiňované agentury.

⁸ tzv. sovereigns

⁹ tzv. subsovereigns

Agentura Moody's používá nejnižší známku označenou písmenem C, která prakticky znamená, že konkrétní subjekt směřuje k fyzickému defaultu.¹⁰ Agentura Standard & Poor's používá dokonce i známku D, která už znamená víceméně default.

Tab. 2.2 Ratingové hodnocení a pravděpodobnost nesplacení

Ratingová známka	Pravděpodobnost nesplacení
AAA	Téměř žádná
AA	0,83 % za 10 let
A	4,3 % za 20 let
BBB	10 % za 20 let
BB	36,5 % za 20 let
B	54,5 % za 20 let
C	Hranice defaultu
D	Default

Zdroj: Vinš a Liška, 2005, vlastní úprava

¹⁰ default – nesplacení závazků včas a v plné míře

Tabulka 2.3 Porovnání ratingových stupnic agentur Moody's a Standard & Poor's

Moody's	S & P	Charakteristika
Investiční stupeň		
<i>1. vysoký stupeň</i>		
Aaa	AAA	Nejvyšší kvalita, velmi vysoká schopnost emitenta plnit závazky, úrokové platby jsou kryty vysokou marží.
Aa	AA	Vysoká kvalita, dobrá schopnost emitenta, marže pro krytí úrokových sazeb však není tak vysoká jako u první skupiny.
<i>2. průměrný stupeň</i>		
A	A	Vyšší střední kvalita, adekvátní předpoklady pro splnění povinností.
Baa	BBB	Přiměřená schopnost plnit závazky, změna vnějších podmínek však může snížit platební schopnost dlužníka.
Spekulativní stupeň		
<i>3. spekulativní</i>		
Ba	BB	Závazky obsahují spekulativní prvky. Budoucí plnění povinností je nejisté.
B.	B	Plnění závazků v dlouhém období je nejisté.
<i>4. proměškané</i>		
Caa	CCC	Nízká kvalita, nebezpečí pro splacení.
Ca	CC	Vysoce spekulativní dluhopisy.
C	C	Velmi malá pravděpodobnost úplného splacení. Většina plateb v prodlení.
	D	Velmi nebezpečné dluhopisy. Všechny platby v prodlení, popř. nesplnitelné.

Zdroj: Vinš a Liška, 2005, str. 12

2.5.2 Krátkodobý rating

Každá z ratingových agentur používá podobnou metodiku hodnotících stupňů, která se v zásadě liší jen jinou podobou hodnotící známky. Je třeba si ale uvědomit, že krátkodobý rating se pevně váže na stupnici dlouhodobých ratingů, jak je vidět v tabulce. U agentury Moody's se můžeme setkat se známkováním Prime-1 až Prime-3, spekulativní závazky pak jsou hodnoceny Not Prime.

Agentura Standard & Poor's používá hodnocení S-1 až S-5 a krátkodobé závazky mají obvykle rating na pomezí S-3 a S-4. Pokud se podíváme na českou ratingovou agenturu CRA Rating Agency, tak zjistíme, že ani ona se příliš neodlišuje od zahraničních

agentur a používá známkování xyP-1 až xyP-5¹¹. V tomto případě je krátkodobý rating hodnocen do stupně xyP-3, od stupně xyP-4 se již jedná o spekulativní závazky.

Tab. 2.4 Vztah mezi krátkodobým a dlouhodobým ratingem

<i>Krátkodobý rating</i>	<i>Odpovídající hodnoty dlouhodobého ratingu</i>
Prime 1	Aaa až A
Prime 1/ Prime 2	A -
Prime 2	Baa + až Baa -
Prime 2/ Prime 3	Ba +
Prime 3	Ba až B -
Not Prime	Caa až D

Zdroj: Durčáková a Mandel, 2003, str. 231

2.6 Rozdělení podle cílového trhu

„V návaznosti na denominaci dluhu a cílového trhu lze rozlišovat mezinárodní rating a rating lokální“ (Vinš a Liška, 2005. s. 7).

2.6.1 Mezinárodní rating

Mezinárodní rating je celosvětově porovnatelný, hodnocení daného subjektu se dá porovnat s ratingem podobných firem a dalších subjektů v zahraničí. Hodnocení je vztaženo na závazky v zahraniční měně a je srovnáváno k již existujícím závazkům a pohledávkám v zahraničních měnách. Hodnocení je zde limitováno ratingem státu, který je nastaven na nejvyšším stupni a žádná firma jej nemůže překonat.

Jak píše Procházka (1996), rating kreditu země¹² je maximem pro hodnocení ostatních subjektů hned ze tří důvodů. „Stát¹³ si totiž na rozdíl od ostatních může zajistit dostatek domácí měny ke splacení svých závazků. K tomuto splacení může prvořadě využívat oficiální rezervy a pro ostatní zavést devizové restrikce“ (Procházka, 1996, s. 97).

2.6.2 Lokální rating

Na rozdíl od mezinárodního ratingu není celosvětově porovnatelný, jeho užití je možné pouze v rámci konkrétního státu. Rating závazků je prováděn v lokální měně a

¹¹ kde xy značí podobu národního kódu, např. u České republiky se jedná o zkratku cz

¹² Sovereign risk rating

¹³ Sovereign borrower

hodnocený subjekt je porovnáván s podobným subjektem v daném sektoru ekonomiky. I zde, jako u mezinárodního ratingu, platí, že žádný subjekt nemůže mít vyšší hodnocení než daný stát.

2.7 Problémy při stanovení ratingu

Durčáková a Mandel (2003) si však pokládají otázku, zdali by nemohla mít např. argentinská pobočka významné americké multinacionální společnosti vyšší rating než argentinská centrální banka či vláda? Tyto problémy se ale obvykle řeší konzervativnějším přístupem a rating by byl v tomto případě stanoven podle ratingu Argentiny. Touto problematikou se zabývá i studie agentury Moody's s názvem Piercing the Sovereign Ceiling (2001), jež pojednává o výjimečné, ale reálně existující možnosti, že rating např. nadnárodních koncernů může být vyšší než rating daného státu.

Větší problémy, než u stanovení ratingu soukromých subjektů, nastávají při hodnocení vládních obligací. *„Přestože se hodnocení vládní kredibility u jednotlivých agentur liší a je z tohoto důvodu často zpochybňováno, je v současné době příznivý rating emitovaných vládních obligací podmínkou jejich úspěšného umístění“* (Dvořák, 2005, s. 125).

2.8 Rating vládních obligací

Jelikož se další kapitola věnuje vývoji ratingového hodnocení ve vybraných ekonomikách, v této části se zaměříme na podrobnější popis ratingu vládních obligací¹⁴. Jak píše Dvořák (2005), právě rating těchto obligací je nezávislým hodnocením dlouhodobé udržitelnosti dluhové pozice země a ukazuje riziko, které je s vlastnictvím obligací daných mezí spojeno.

O svůj rating země obvykle žádají při realizaci půjčky z důvodu, aby byly jejich úrokové podmínky co nejlepší. Jak uvádí Dvořák (2005), rozdíl mezi nejlepší hodnocením AAA a současným ratingem České republiky, který je na stupni A, je ve výši 0,3 % p. a. Dále si rating vyžadují centrální banky nebo vlády daných zemí, ratingové agentury poté hodnotí země jako službu pro své investory.

Pokud se podíváme podrobněji na podrobnou metodiku jedné z agentur, např. Fitch Ratings, zjistíme, že používaná metodika je velmi komplikovaná a hodnotí

¹⁴ Sovereign credit rating

nepřeberné množství faktorů. „Agentura Fitch hodnotí politickou stabilitu a mezinárodní pozici země, její otevřenost ve vztahu k podpoře zahraničních investic a důvěryhodnost prováděné hospodářské politiky. Samozřejmě i stabilitu bankovního a finančního systému, objem a strukturu zahraničních pohledávek a závazků, tempo růstu HDP, míru vnitřní a vnější rovnováhy a mnoho dalších“ (Dvořák, 2005, s. 125).

2.8.1 Country rating

Durčáková a Mandel (2003) používají pro hodnocení vládních obligací přímo pojem country rating a ten hodnotí podle tzv. rizika země. „Cílem ratingu země je ohodnotit riziko neplacení zahraničních závazků danou zemí, které vyplývá z jejího ekonomického a politického prostředí“ (Durčáková a Mandel, 2003, s. 225). Toto riziko rozdělují na politické a ekonomické. Politická rizika jsou závislá na politických rozhodnutích zahraničních vlád a „představují zranitelnost cash flow ze zahraničí“ (Durčáková a Mandel, 2003, s. 225). Největším problémem zde může být riziko znárodnění, zablokování plateb omezením směnitelnosti své národní měny nebo další restriktivní akce vlády.

Ekonomická rizika jsou složena z velkého množství ekonomických faktorů, zahrnují např. hospodářský cyklus země, inflaci, pohyb úrokové míry a kurzu či platební neschopnost země.

Country rating můžeme rozdělit na tři základní metody:

- 1) Názorová analýza¹⁵
- 2) Faktorová analýza¹⁶
- 3) Inspekční návštěvy¹⁷

První metoda je značně subjektivní, může být ovlivněna i individuálními zájmy. Základem hodnocení je stupeň ochoty přibližně sto světových bank v dané zemi investovat. Banky hodnotí země na stupnic 0 – 100 a často se stává, že v hodnocení subjektů jsou značné rozdíly, někdy i 20 bodů. Názorovou analýzu zveřejňuje odborný časopis Institutional Investor.

¹⁵ Deplhi technique

¹⁶ Checklist approach

¹⁷ Inspection visits

Faktorovou analýzu, avšak v daleko rozšířenější formě, používají i světové agentury. K tomu používají Ratingový dotazník¹⁸, který obsahuje několik stovek otázek ohledně politických, ekonomických, mezinárodních a dalších údajů.

Jako konkrétní příklad faktorové analýzy můžeme použít index ICR¹⁹, který může být další z možností, jak stanovit riziko dané země. Index ICR se počítá jako vážený průměr skládající se z politických (50 %), ekonomických (25 %) a finančních (25 %) rizik. Jednotlivé indikátory jsou uvedeny v tabulce v příloze této bakalářské práce.

Tento index nepoužívá hodnocení písmeny, jak je tomu i světových ratingových agentur, ale bodovou škálu 0 – 100 bodů, přičemž

Tab. 2. 5 Míra rizika u indexu ICR

Míra rizika	Bodová škála
Velmi vysoké riziko	0,0 – 49, 5
Vysoké riziko	50,0 – 59,5
Mírné riziko	60,0 – 69, 5
Nízké riziko	70,0 – 84,5
Velmi nízké riziko	85,0 – 100,0

Zdroj: Durčáková a Mandel (2005), vlastní úprava

Konečný výsledek poté dostaneme, když součet všech tří typů rizik vynásobíme koeficientem 0,5. „Z charakteru některých položek je patrné, že při ratingu hraje velkou roli subjektivní názor, protože ne všechny položky jsou nějakým způsobem kvantifikovatelné.“ (Durčáková a Mandel, 2005, s. 230)

2.9 Ratingové agentury

Ratingové agentury jsou nezávislé subjekty, které (pokud možno v celosvětovém měřítku) přidělují ratingové hodnocení a vzájemně jej porovnávají. Rating je přiřazován jak emitentům, tak jednotlivým emisím finančních instrumentů.

¹⁸ Questionnaire checklist

¹⁹ International Country Risk

2.9.1 Typy ratingových agentur

Stejně jako existuje několik typů ratingu, nejnak je tomu i u ratingových agentur.

Vinš s Liškou (2005) uvádí tři základní rozdělení:

1. lokální x mezinárodní
2. všeobecné x specializované
3. kooperující s emitenty x těžící z veřejných informací

Lokální ratingové agentury se buď snaží nahradit nepřítomnost některé ze světových agentur ve svém regionu, nebo se specializují na určitou oblast. Problémem však může být samotný ratingový proces, který nemusí být úplně standardizovaný, jak je tomu u velkých světových agentur.

Specializované agentury se převážně zabývají vybraným typem subjektů, které hodnotí. Nejčastěji se jedná o banky, pojišťovny nebo samotné obligace.

Třetí rozdělení se opírá o míru spolupráce mezi ratingovou agenturou a hodnoceným subjektem. Pokud ratingová agentura spolupracuje se subjektem, má přístup ke všem potřebným dokumentům. „*Pro rating vytvářený tímto způsobem se používá také název vyžádaný rating*“²⁰ (Vinš a Liška, 2005, str. 45). Ovšem existují i agentury, jež ratingové hodnocení vytváří na základě veřejně dostupných informací²¹.

2.9.2 Vznik a historie ratingových agentur

U vzniku ratingu stál Američan John Moody, který v roce 1909 jako první začal hodnotit obligace. Nejprve se jednalo o dluhopisy železničních společností, později se zaměřil i na rating průmyslových společností. „*Při hodnocení vyšel ze svého vlastního systému a jako ratingovou stupnici použil první tři písmena abecedy.*“ (Vinš a Liška, 2005). Jak dále píše Vinš a Liška (2005), první ratingové agentury se objevily na nejrozvinutějším finančním trhu světa ve Spojených státech amerických. Zpočátku byly tři: Poor's Publishing Company, Standard Statistics Company a Fitch Publishing Company. V roce 1941 se počet agentur snížil na dvě, došlo totiž k fúzi Standard Statistics Company a Poor's Publishing Company a vznikla agentura s názvem Standard & Poor's .

²⁰ Solicitated rating

²¹ Nevyžádaný rating – public information (pi)

Rok 1982 znamenal zlom na poli ratingových agentur, objevila se totiž Duff & Phelps Credit Rating Co., která už hodnotila dluhopisy společností ze všech oborů a nesoustředila se pouze na vybrané segmenty trhu.

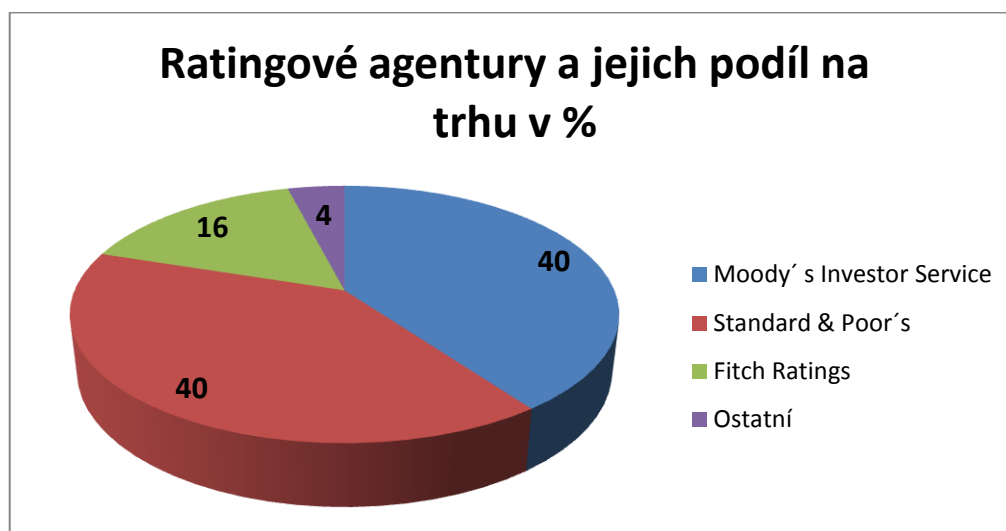
V Evropě se rating objevil o mnoho let později, prvním průkopníkem, který hodnotil rating bank, byla agentura IBCA, která vznikla ve Velké Británii v roce 1978. Agentura si prošla podobným vývojem jako agentury ve Spojených státech amerických a o devět let později rozšířila svoji nabídku. Nejprve začala hodnotit britské korporace, později své služby rozšířila do celé Evropy. *„Jednou z příčin relativní úspěšnosti IBCA v Evropě ve srovnání s USA je vedle nesporné kvality jejich služeb částečně i způsob regulace amerického trhu cenných papírů“* (Vinš a Liška, 2005, s. 3).

Na začátku devadesátých let 20. století došlo k dalším významným změnám na poli ratingových agentur, již zmiňovaná IBCA totiž převzala americkou agenturu Fitch Investor Service a dala vzniknout třetí největší ratingové agentuře na světě – FitchIBCA. V roce 2000 byl její název zkrácen pouze na Fitch.

Ratingové agentury nejprve hodnotily pouze dluhopisy, požadavky trhů a investorů ale stále rostly, a tak se v současné době provádí i ratingové hodnocení států, měst, bank, pojišťoven, penzijních fondů či průmyslových podniků, ale také směnek nebo prioritních akcií, viz Vinš a Liška (2005).

Když jsme zmiňovali, že FitchIBCA je třetí největší ratingovou agenturou na světě, je třeba se porozhlédnout i po agenturách s větším tržním podílem. Prvenství patří hned dvěma agenturám – Moody's Investors Service a Standard & Poor's, každá z nich ovládá přibližně 40% trhu. *„Další hráči na trhu, ovšem bez celosvětové konkurenceschopnosti, jsou národní a specificky orientované agentury“* (Vinš a Liška, 2005, s. 3).

Graf. 2.1 Ratingové agentury a jejich podíl na trhu



Zdroj: Vinš a Liška (2005), vlastní úprava

2.10 Ratingové agentury ve světě a v ČR

Basilejský výbor pro bankovní dohled²² uvádí, že přibližně existuje 130 – 150 ratingových agentur, jejichž hodnocení rizika však může být diametrálně odlišné. Podle Basilejského výboru fungují některé z nich jako „továrny na ratingy,“ a jejich hodnocení tak může být zavádějící. Tyto agentury čerpají údaje jen z veřejně dostupných zdrojů, které pak používají pro své statistické modely. Zcela chybí kvalitativní faktory a celkový rating tak nemusí vyjít přesně. Existují ale i ratingové agentury, které jsou akceptovány na celém světě.

Moody's Investors Service

Moody's Investors Service je nejstarší ratingovou agenturou na světě, její vznik se datuje na rok 1914. Jak uvádí Dvořák (2005), už v roce 1929 tato agentura hodnotila vládní dluhopisy padesáti zemí. Nyní agentura vydává ratingy na více jak 100 tisíc dluhových cenných papírů společností a 68 tisíc dluhopisů z oblasti veřejných financí, emitovaných především městy a vládami ve více než 100 zemích světa, viz Vinš a Liška (2005). Podíl této agentury na celosvětovém trhu ratingu je 40%. Je dceřinou společností Moody's Corporation a jako jediná z velkých světových ratingových agentur je také kótována na veřejném kapitálovém trhu.

²² Basel Committee on Banking Supervision

Standard & Poor's

Ratingová agentura Standard & Poor's vznikla v roce 1916 a stejně jako Moody's Investors Service má 40% podíl na globálním trhu ratingových agentur. Jak uvádí Vinš a Liška (2005), jako první z analytických organizací zveřejnila ratingová kritéria a postupy a zavedla vlastní on-line servis²³. Dále jako první začala vydávat publikaci²⁴, která se stala všeobecným návodem pro hodnocení úvěrů.

Fitch Ratings

Fitch Ratings je třetí největší agenturou na světě a sama se prezentuje jako společnost, která tvoří alternativu k hodnocení dvou největších agentur – Moody's Investors Service a Standard & Poor's. Její podíl na trhu se pohybuje kolem 16 %.

CRA Rating Agencies

Jedná se o první ratingovou agenturu na území České republiky, která je od roku 2006 jedinou afilací²⁵ agentury Moody's Investors Service ve střední Evropě. Agentura vznikla v roce 1998 a od té doby vydala více jak 150 ratingů z oblasti podniků, měst a finančních institucí, viz Liška a Vinš (2005).

2.11 Ratingové agentury a jejich financování

Financování ratingových agentur je v současné době jednoduché, agentury si účtují poplatky, které se odvíjí od typu a velikosti emise. Kromě poplatku za novou emisi si agentury účtují také poplatek za každý rok, ve kterém ratingové hodnocení poskytuje. Některé společnosti stanovují horní i dolní limit pro poplatky, u stálých emitentů může být výše poplatků určena i dohodou.

2.12 Současnost ratingových agentur

„Evropa je z pohledu ratingových agentur v současnosti nejrychleji rostoucím teritoriem na světě“ (Vinš a Liška, 2005, s. 6). Má to svoji logiku, na americkém trhu je už hodnoceno více než 95 % všech dluhových emisí a rating tam je hojně využíván. Do absolutního ratingového hodnocení všech emisí tak příliš mnoho už nezbývá. Naopak

²³ Credit Wire, jehož prostřednictvím poskytuje informace předplatitelům a hromadným sdělovacím prostředkům.

²⁴ Credit Week

²⁵ Samostatná obchodní společnost zřízená svým mateřským podnikem respektive hlavní firmou v zahraničí. České právní prostředí ji obepisuje jako organizační složka zahraniční právnické osoby (zapsané v obchodním rejstříku), viz Kraus a kolektiv (2005).

v Evropě je ještě velký prostor pro růst ratingových služeb. Důvodem je časové zpoždění, se kterým se rating objevil v Evropě. Významnou roli zde získal až v 70. a 80. letech minulého století a nyní jím je hodnoceno kolem 85 % všech dluhových cenných papírů.

Evropské státy si pod taktovkou Evropské unie pomalu sjednocují svou legislativu a rozdíly v rizicích jednotlivých států se zmenšují. „*Nelze se spolehnout na to, že standardní obligace německé vlády jsou bonitnější než standardní obligace řecké vlády*“ (Vinš a Liška, 2005, s. 5).

Jak uvádí Vinš a Liška (2005), do popředí vstupuje individuální posouzení rizika, které je právě náplní práce ratingových agentur.

3 Vývoj ratingového hodnocení ve vybraných ekonomikách

Vývoj ratingového hodnocení je sledován ve třech zemích. Kromě České republiky, která je příkladem země s konzervativním modelem bankovníctví, se jedná o finanční krizi velmi postižený Island a dlouhodobými ekonomickými problémy zmítané Maďarsko.

Islandské banky sice silně expandovaly do zahraničí, ale to za cenu obrovského zadlužení. Maďarsko zase dlouhou dobu vědělo, že růst jeho dluhu je neudržitelný, přesto tuto nepříznivou situaci žádná z tamních vlád nechtěla řešit.

Ratingové hodnocení je dáváno do souvislosti s ekonomickým vývojem dané země, který má na rating zásadní vliv.

3.1 Ratingové hodnocení České republiky

První spolupráce s ratingovými agenturami vznikla v roce 1991 v rámci České a Slovenské Federativní republiky a navazovala na dřívější kontakty Státní banky československé. První emise dluhopisů byla bez oficiálního ratingu, ale v roce 1992 už dvousetmilionovou eurodolarovou emisi ohodnotila agentura Moody's známkou Ba1. Agentura sice ocenila transformaci směrem k tržní ekonomice, ale díky nejasné budoucnosti ČSFR byl rating stále ve spekulativním pásmu.

V roce 1993 vydávala dluhopisy už nově vzniklá ČNB, které agentura Moody's hodnotí ratingem Baa3. Pro nově vzniklou centrální banku bylo i toto hodnocení úspěchem, na ratingu se podepsalo i relativně bezproblémové rozdělení obou republik.

Zlomem pak byl rating z července roku 1993, kdy zemi hodnotila agentura Standard & Poor's známkou BBB, avšak s pozitivním výhledem do budoucnosti. Stejná agentura o dva roky později rating České republiky razantně zvýšila až na stupeň A. To bylo nejvyšší hodnocení ze všech transformujících se zemí Evropy. Právě v roce 1995 se česká koruna stala plně konvertibilní a Česká republika se stala členem OECD.²⁶

Léta 1997 – 1999 byla ve znamení menší ekonomické, ale také vládní krize a rating se krátkodobě zhoršil na stupeň A-. Stejně hodnocení dostává Česká republika až do roku

²⁶ Organisation for Economic Co-operation and Development (Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj).

2006. Obrovský růst ekonomiky²⁷ je také doprovázen rychlým růstem zadluženosti země²⁸. Na tento problém už tehdy ratingová agentura Standard & Poor's upozorňovala.

V roce 2007 se ratingové hodnocení od Standard & Poor's dokonce zlepšilo na známku A. Tento stupeň platí i v současné době. Díky konzervativnímu modelu bankovníctví a malému podílu „toxických“ aktiv v portfoliích bank nebyl přímý dopad finanční krize tak rozsáhlý, jak bude vidět u další země, která je do hodnocení ratingového vývoje zařazena.

Tab. 3. 1 Vývoj ratingu České republiky

Vývoj ratingu ČR

(Foreign Currency Long-Term Sovereign Debt Ratings)

	Moody's	Standard and Poor's	Fitch
1992	Ba1	—	—
1993	Baa3	BBB	—
1994	Baa2	BBB+	—
1995	Baa1	A	A-
1996	Baa1	A	A-
1997	Baa1	A	BBB+
1998	Baa1	A-	BBB+
1999	Baa1	A-	BBB+
2000	Baa1	A-	BBB+
2001	Baa1	A-	BBB+
2002	A1	A-	BBB+
2003	A1	A-	A-
2004	A1	A-	A-
2005	A1	A-	A
2006	A1	A-	A
2007	A1	A	A
2008	A1	A	A+
2009	A1	A	A
2010	A1	A	A

Zdroj: ČNB, 2010

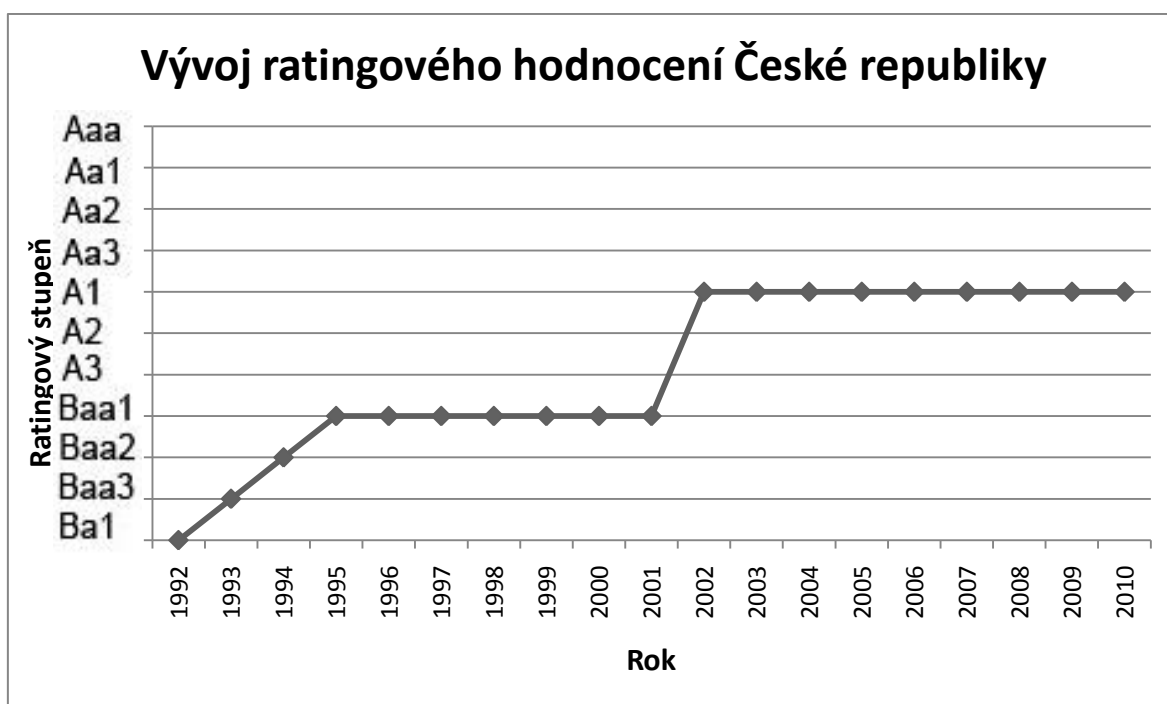
²⁷ Reálný růst HDP např. v roce 2006 dosáhl 6,9%.

²⁸ Státní dluh ČR byl v roce 2006 691,2 mld. Kč, v roce 2009 je částka více než dvojnásobná – 1178,2 mld. Kč.

Pokles české, tedy malé exportně orientované ekonomiky je silně závislý na zahraničním vývoji a ratingové agentury tak neměly důvod hodnocení snižovat. Přesto dostala Česká republika ze strany agentury Moody's varování. V případě, že země nebude řešit stav veřejných financí, ztratí rating A1. Agenturu hlavně znepokojuje momentální politická situace a bude pečlivě sledovat dění po volbách. Jen silná vláda se totiž může zasadit za snižování vysokého rozpočtového deficitu.

Jak už bylo uvedeno v první kapitole této práce, rozdíl mezi současným ratingem České republiky a nejvyšším možným hodnocením AAA znamená při vydávání vládních dluhopisů platbu emisní kreditní přírážky. A ta je v tomto případě přibližně na úrovni 0,3% p. a.

Graf 3.1 Vývoj ratingového hodnocení České republiky



Zdroj: Ratingová agentura Moody's; vlastní úprava

3.2 Ratingové hodnocení Islandu

Island spolupracuje s ratingovými agenturami už od roku 1986. Od té doby se odborníci z ratingových agentur jednou ročně setkávají s islandskou vládou i se zástupci soukromého sektoru. První ratingové hodnocení Islandu agenturou Moody's zařadilo tuto zemi do druhé skupiny stupnice se známkou A2.

Dalším významným datem je rok 1994, kdy se islandská vláda rozhodla pro první veřejnou emisi dluhopisů na americkém trhu. Agentury Moody's a Standard & Poor's se shodly na ratingu A2.²⁹ V dalších letech si Island dlouhodobě držel vysoký rating a stal se rájem bankovníctví.

Islandská ekonomika byla dlouhou dobu založena na obrovské expanzi bank a na velkém zadlužování tamních domácností. Díky silnému ekonomickému růstu³⁰ a velkému zájmu o služby islandských bank především od klientů z Britských ostrovů a Nizozemska se Islandu dařilo a země se rozvíjela. Tyto jevy už v roce 2002 do svého hodnocení promítla agentura Moody's, která Islandu udělila nejvyšší možný rating Aaa. Události světové finanční krize ale udělaly jednu z nejbohatších ekonomik světa³¹ zemi na pokraji zhroutení.

Globální finanční krizi neustály tři největší islandské banky, které zachránil stát. Ten se ale výrazně zadlužil a bankrot zažehnaly až půjčky od MMF³², Japonska a skandinávských zemí. Banky při své zahraniční expanzi nahromadily dluhy přesahující 60 miliard dolarů a nadhodnocenou islandskou korunu ve velkém zkupovaly zahraniční investoři za účelem nadstandardního zhodnocení. Americká hypoteční krize však na začátku roku 2007 výrazně zhoršila situaci na úvěrových trzích a tento nápor islandské banky nezvládly.

V roce 2008 navíc začala islandská koruna oslabovat a splátky úvěrů v zahraničních měnách se tak staly pro banky dražší. Krize vyvrcholila v říjnu 2008 krachem již zmiňovaných finančních domů. Islandská vláda sice banky převzala, ale sama měla nedostatek kapitálu a zachránily ji až poskytnuté půjčky.

Tempo růstu hrubého domácího produktu kleslo sice v roce 2009 o 7,7 %, ale větší problémy zemi dělají dluhy. Poškození klienti britských a holandských bank totiž chtějí vrátit své veškeré úspory a spor o to, jak řešit nepříjemnou situaci mezi těmito zeměmi, se táhne i nadále.

²⁹ Ekvivalentní známka A u Standard & Poor's.

³⁰ Islandská ekonomika rostla např. v roce 2004 tempem 7,7 %, o rok později pak 7,5 %.

³¹ Podle Světové banky patřilo Islandu ještě v roce 2008 6. místo v hodnocení HDP/obyv.

³² Mezinárodní měnový fond – (IMF - International Monetary Fund)

Současná islandská vláda nedávno podala přihlášku ke vstupu do EU, země by mohla být přijata už v roce 2012. Podle tamější premiérky Jóhanny Sigurdardóttir je to jediná možnost, jak dlouhodobě stabilizovat islandskou ekonomiku.

Nepříznivý ekonomický vývoj se jednoznačně musel projevit i na ratingovém hodnocení. Pro větší přesnost je rok 2008 podrobněji rozepsán v tabulce do několika měsíců, ve kterých ratingové agentury reagovaly na měnící se situaci na Islandu. V květnu 2008 agentury zpozorovaly problémy země, rating se však stále držel na vysoké hodnotě. Změna nastala na podzim téhož roku radikálním snížením ratingu. Nejrazantněji zareagovala agentura Fitch, která hodnocení snížila hned o pět stupňů. V listopadu se přidala i další agentura Standard & Poor's. Nepříznivou zprávu přinesl prosinec 2008, kdy rating Islandu dostal u stejné agentury známku BBB- a nachází se tak těsně nad spekulativním pásmem. Toto hodnocení bylo stále aktuální i v dubnu 2010.

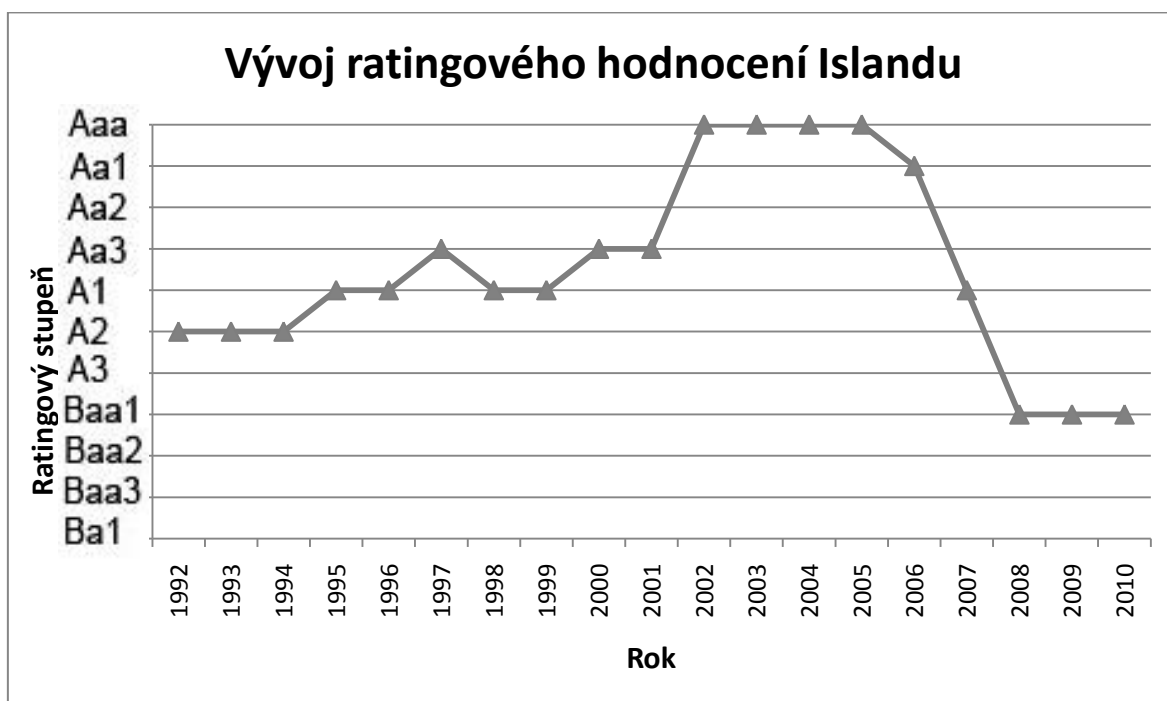
Tab. 3.2 Vývoj ratingu Islandu

(Foreign Currency Long-Term Sovereign Debt Ratings)

Rok	Moody's	Standard & Poor's	Fitch
1989	A2	Ai	-
1994	A2	A	-
1996	A1	A+	-
1997	Aa3	-	-
1998	A1	A+ (positive)	-
1999	A1	-	-
2000	Aa3	-	AA-
2001	Aa3	A+ (negative)	-
2002	Aaa	A+ (stable)	AA- (negative)
2003	Aaa	A+ (positive)	AA- (stable)
2004	Aaa	A+	-
2005	Aaa	AA-	-
2006	Aa1	A+ (stable)	AA- (negative)
2007	Aa1	A+ (negative)	A+ (stable)
Květen 2008	Aa1 (negative)	-	A+
Srpen 2008	-	A-	A- (negative)
Říjen 2008	A1	BBB	BBB- (negative)
Listopad 2008	-	BBB- (negative)	BBB-
Prosinec 2008	Baa1	-	-
2009	Baa1	-	BBB- (negative)
2010	Baa1	BBB- (negative)	BB+ (negative)

Zdroj: Central Bank of Iceland, 2010; vlastní úprava

Graf 3.2 Vývoj ratingového hodnocení Islandu



Zdroj: Ratingová agentura Moody's; vlastní úprava

3.3 Ratingové hodnocení Maďarska

Úplně jiný průběh finanční krize, na rozdíl od Islandu, zažila maďarská ekonomika. Země totiž více než třicet let vytvářela velmi vysoký státní dluh, který už není schopna splácet.

Ekonomická recese, vysoká nezaměstnanost a neschopnost desetitisíců lidí splácet své hypotéky a úvěry ratingovému hodnocení nemohou prospět. Poprvé se Maďarsko dostalo do problémů v roce 1995, ale během tří let restriktivních opatření se ekonomika vrátila do normálních kolejí. V roce 2001 se po vyhraných volbách země dočkala zvýšení minimální mzdy rovnou o 50 % a dalších sociálních a státních dávek, za kterými ale nebyl žádný ekonomický vzestup. Tolik potřebné reformy neprovedla ani další vláda v roce 2006.

Život na dluh dostihl Maďarsko na podzim roku 2008. Zemi od bankrotu zachránily pouze injekce Mezinárodního měnového fondu a Světové banky ve výši 25 miliard dolarů. V březnu dalšího roku klesl maďarský forint na své historické minimum³³ a velká část

³³ 317 forintů za 1 euro

obyvatel se tak dostala do platební neschopnosti, protože své úvěry a hypotéky měla kvůli lepším úrokovým sazbám v japonských jenech a švýcarských francích³⁴. Maďaři si vzali úvěry za více než 11 miliard eur a 80 % z této částky bylo právě v cizích měnách. Zadluženost státu se vyšplhala v roce 2009 na závratných 78 % HDP.³⁵

Na zhoršující se ekonomické podmínky upozorňovala maďarská centrální banka již delší dobu, ale pokles, který později nastal, překonal i odhady centrální autority. Druhá vlna krize přišla do země po pádu investiční banky Lehman Brothers. Země ještě více začala ztrácet důvěru v očích investorů a tomu odpovídalo i rating.

Ratingové hodnocení Maďarska bylo na počátku ekonomické transformace horší než u České republiky. Země se mimo spekulativní pásmo dostala až v roce 1996, kdy se hodnocení u agentury Moody's zlepšilo na stupeň Baa3. O další tři roky přišel posun o jednu příčku nahoru - na známku Baa1. Další roky přinesly opět zlepšení a země dostala rating A2, tedy dobrou schopnost dostát svým závazkům. V dalších letech začalo Maďarsko doplácet na svou zadluženost a život obyvatel na dluh.

V období mezi říjnem a listopadem 2008 všechny tři hlavní ratingové agentury snížily rating země o jeden stupeň. Hlavním důvodem byl vysoký schodek státního rozpočtu. Rating klesl těsně nad hranici spekulativního pásma, k tomuto kroku ratingových agentur navíc přispěla i politická nestabilita země. Nepříliš dobrý rating má Maďarsko i v současné době. U agentury Fitch to je stále jen těsně nad spekulativním pásmem. Zdali se toto hodnocení změní, má v rukou nově zvolená maďarská vláda, do které obyvatelé země vkládají nemalé naděje.

³⁴ Švýcarský frank stál před krizí 157 maďarských forintů, poté se však dostal na úroveň 215 forintů.

³⁵ Pro srovnání v České republice je to 35% HDP.

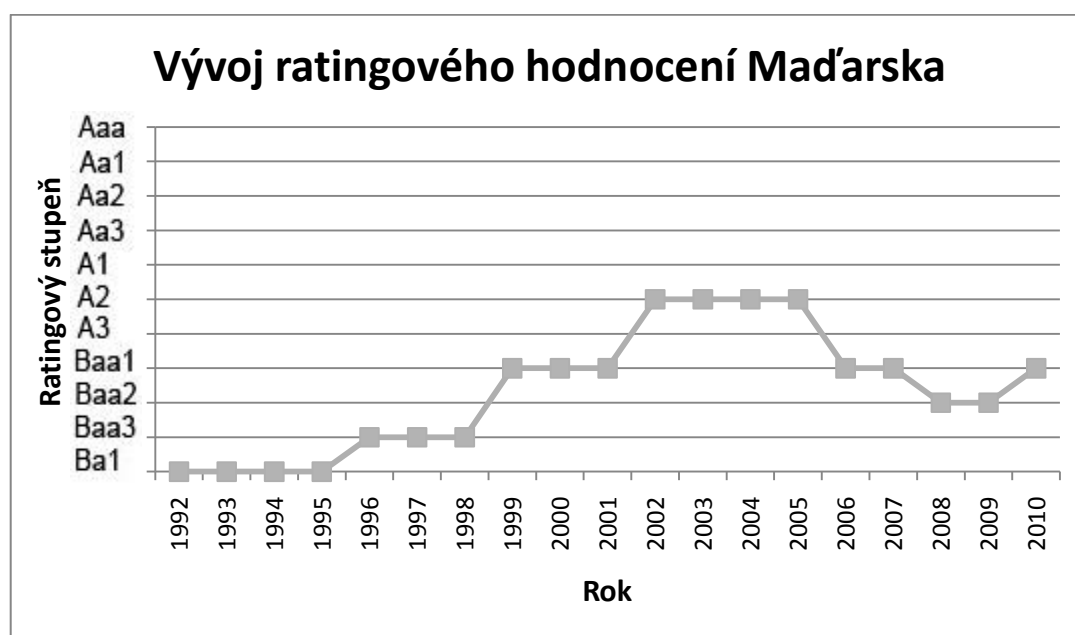
Tab 3.3 Vývoj ratingu Maďarska

(Foreign Currency Long-Term Sovereign Debt Ratings)

Rok	Moody's	Standard & Poor's	Fitch
1989	Baa2	-	-
1991	Ba1	-	-
1993	Ba1	-	-
1994	Ba1	-	-
1995	Ba1	-	-
1996	Baa3	-	BBB-
1997	Baa3	BBB (stable)	BBB
1998	Baa3	BBB (positive)	BBB
1999	Baa1	-	-
2000	Baa1	A- (stable)	A- (stable)
2001	Baa1	-	-
2002	A2	A- (stable)	-
2003	A2	-	A- (negative)
2004	A2	A-	-
2005	A2	A- (stable)	BBB+ (stable)
2006	Baa1	BBB+ (stable)	BBB+ (negative)
2007	Baa1	-	BBB+ (stable)
2008	Baa2	-	BBB (stable)
2009	Baa2	-	BBB (negative)
2010	Baa1	BBB- (negative)	-

Zdroj: Magyar Nemzeti Bank, 2010; vlastní úprava

Graf 3.3 Vývoj ratingového hodnocení Maďarska



Zdroj: Ratingová agentura Moody's; vlastní úprava

3.4 Shrnutí ratingového vývoje

Každá ze tří zemí prošla v posledních letech zcela odlišným vývojem ratingového hodnocení. Zatímco rating České republiky se postupem času stále zvyšoval a nyní je ze všech tří států nejvyšší, ostatní země na tom momentálně už tak dobře nejsou. Island zastihla obrovská krize bankovního sektoru a jeho hodnocení kleslo o neuvěřitelných sedm ratingových stupňů. Momentální rating Baa1 u agentury Fitch řadí kdysi velmi výkonnou a stabilní ekonomiku do skupiny zemí jako je Mexiko či Litva. Maďarsko zase doplatilo na dlouhodobé problémy, které tamější vlády neměly chuť řešit. Opětovné získávání důvěry u investorů bude u těchto zemí dlouhé a složité.

Vývoj ratingového hodnocení všech tří zemí v jednom grafu je k nalezení v příloze č. 3.

Z vývoje ratingových známek Islandu a Maďarska je jasně vidět, že ratingové agentury na změny v ekonomikách těchto zemí reagovaly velmi pružně a dokonce i několikrát za rok toto hodnocení upravily, pro tyto dvě země bohužel směrem k horší ratingové známce. Ratingové agentury tak své úkoly bez problémů splnily.

4 Ratingové agentury a finanční krize

4.1 Stanovení nesprávného ratingu v minulosti

Jak uvádí Vinš a Liška (2005), ještě v roce 2005 se žádné významné skandály u rozhodování ratingových agentur neobjevily a firmy dbaly na dlouhodobou dobrou pověst u svých zákazníků. Poté však přišel rok 2008 a finanční krize, která zasáhla celý svět. Pojďme se ale nejprve podívat zpátky do minulosti.

V roce 1983 se sice objevila žaloba proti Washington Public Power Supply System, o osm let později to byla zase žaloba proti Executive Life, ale oba případy byly před vynesením rozsudku odloženy. „Právní odpovědnost agentury za rating však nebyla nikdy přiznána“ (Vinš a Liška, 2005, s. 7).

„Koneckonců, všechny ratingové agentury ve svých publikacích uvádějí, že jejich hodnocení není doporučením ke koupi či prodeji daného cenného papíru, ale že je pouze vyjádřením názoru agentury, který je podložen informacemi, jež jsou pokládány za správné, i když správnost nemůže být garantována“ (Vinš a Liška, 2005, s. 7).

Pro ratingové agentury ale bylo těžkým obdobím sedmdesátých let minulého století, kdy se na agentury valila kritika nejen ze stran investorů, ale také ze strany politiků a dokonce se uvažovalo o kontrolu ratingových agentur orgány vlády.

Nejznámějším případem je snížení ratingu municipálních obligací New Yorku, jež mělo za následek finanční krizi města a agentura byla obviňována z toho, že „přinejmenším vyprovokovala finanční chaos“ (Vinš a Liška, 2005, s. 18). Ve stejné době ale agentura Moody's nechala rating na relativně bezpečné známce A, ale nakonec došlo k defaultu a agentura byla také kritizována, tentokrát ze strany investorů.

Druhá vlna kritiky se zvedla kolem roku 2000, kdy zkrachovaly obrovské společnosti typu Enron³⁶, WorldCom³⁷ či Parmalat³⁸, a tento krach znovu vyvolal otázku o regulaci ratingových agentur. Investoři a obchodníci se už tehdy ptali, zda ratingové

³⁶ Americká energetická společnost, která před svým krachem zaměstnávala více než 20 tisíc zaměstnanců. Chyby a podvody v účetnictví firmy však z ní udělaly „symbol podvodného podnikání.“ Většina z tehdejšího vedení společnosti si odpykává nepodmíněný trest.

³⁷ Telekomunikační gigant, který falšoval své účetnictví a byl těsně před krachem. Nakonec však byla firma po konkurzním řízení reorganizována a dnes existuje pod jménem MCI Inc.

³⁸ Italský potravinářský gigant, který padělal účetní výkazy. Firma v roce 2003 zbankrotovala, nyní ale opět na celosvětovém trhu působí.

agentury plní své úkoly dobře. Například americká energetická společnost Enron zkrachovala v lednu roku 2002, pár dní předtím ale její ratingové hodnocení pohybovalo stále na úrovni vhodné k investování. A které agentury vysoké ratingovou známku Enronu udělily? Všechny tři největší světové agentury, Standard & Poor's, Moody's i Fitch.

Problémem byly hlavně rizikové hypoteční cenné papíry, ve kterých byly ukryté pochybné půjčky, a přesto tyto cenné papíry dostávaly ve většině případů velmi vysoký rating. Ratingové agentury tyto problémy nedokázaly odhalit, ale je také třeba dodat, že všechny tři zmiňované firmy jednaly podvodným způsobem za hranicí zákona.

I přes tuto kritiku, která se čas od času objeví a která snižuje kredit ratingových agentur, se poptávka po jejich službách neustále zvyšovala. Vinš a Liška (2005) tuto situaci vysvětlují tím, že investoři zatím nebyli schopni nalézt lepší produkt, jenž by nějakým způsobem ohodnotil jejich investice. A ratingové agentury dodávaly, že krachy těchto společností jsou jen zlomkem defaultů, které se staly. Daleko větší množství jich ratingové agentury dokázaly včas odhalit.

4.2 Ratingové agentury jako spoluviník finanční krize

„Doufali jsme, že než se tenhle dům z karet zřítí, budeme už všichni bohatí a v důchodu.“³⁹

Po několika desetiletích relativního klidu však přišla finanční krize, kterou nikdo od dob Velké deprese⁴⁰ z roku 1929 - 1933 nepamatuje. Rozsah současné krize lze hodnotit i podle velikosti světového produktu. Ten poprvé od již zmiňované Velké deprese krátkodobě klesl.⁴¹ A právě ratingové agentury v této krizi hrály významnou roli. Jejich chyby pak otevřely otázku, jak na poli ratingu a ratingových agentur postupovat dále.

³⁹ E-mail anonymního zaměstnance agentury Moody's vyšetřovací komisi amerického Kongresu. „Domem z karet“ jsou myšleny produkty spojené s druhořadými hypotékami.

⁴⁰ Také označována jako Velká hospodářská krize. Jednalo se o velký propad akcií na americké burze a následnou celosvětovou (kromě tehdejšího Sovětského svazu) hospodářskou krizi.

⁴¹ Celosvětový pokles nemusí znamenat pokles HDP ve všech zemích. V posledním čtvrtletí roku 2009 např. rostla ekonomika Číny meziročně o 8,4%, Indie o 5,8% nebo Brazílie o 1,8%.

4.2.1 Průběh finanční krize

Příčiny finanční krize

Krize má své počátky už v devadesátých letech 20. století. Díky nízké úrovni zhodnocení volného kapitálu tak byl na světovém trhu jeho přebytek a objevila se poptávka po produktech, které zajistí vyšší zhodnocení, samozřejmě za vyššího rizika⁴². Vznikaly tak odlišné formy bankovního systému – investiční banky a fondy, které z části vytlačily klasickou formu bankovníctví. Velkou roli začaly hrát subprime hypotéky⁴³ a sekuritizace.⁴⁴

Důležitým mezníkem také bylo poskytnutí výjimky z pravidel kapitálových požadavků, které se týkalo pětice velkých investičních společností Goldman Sachs, Merrill Lynch, Lehman Brothers, Bear Stearns a Morgan Stanley. Touto výjimkou došlo k uvolnění poměru dluhu k čistému kapitálu⁴⁵ z poměru 12:1 na 30:1. Tímto krokem tak SEC dovolila investičním bankám využít pákového efektu více než dvojnásobně.

Hypotéky dostal takřka každý, kdo si o ni požádal. Subjekty, které hypotéky nabízely, totiž nezajímalo, co bude s hypotékou za půl roku, protože již bude po sekuritizaci prodána ve formě CDO⁴⁶ a riziko tak už bude držet úplně někdo jiný.

⁴² Search for yield – hledání vyššího výnosu

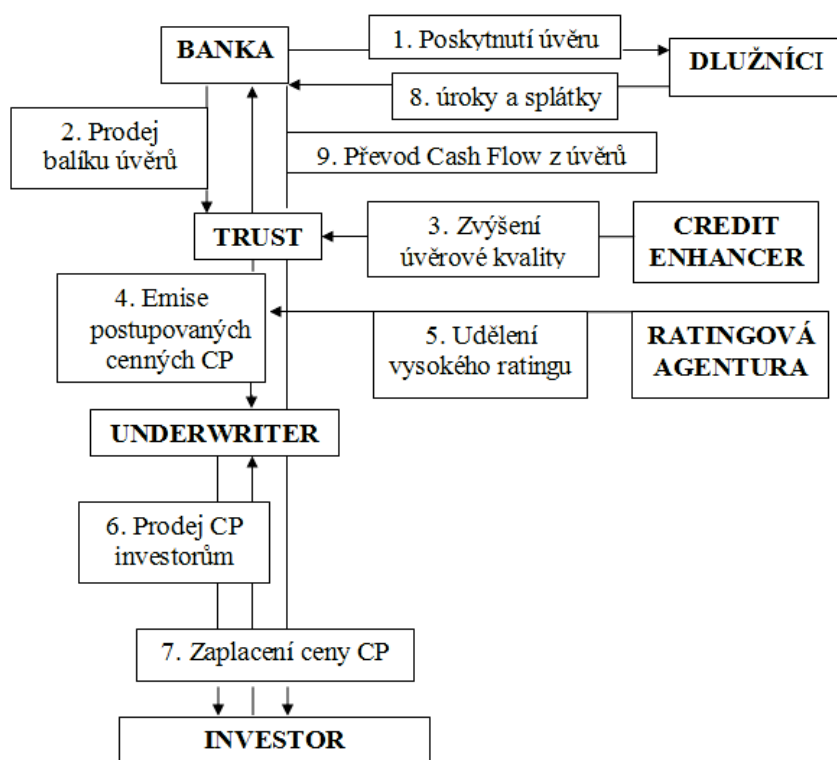
⁴³ Hypotéka pro jiné, než „spolehlivé“ (prime) klienty nebo také „nestandardní hypotéka.“ U těchto lidí není úvěrová historie bezproblémová a je tak zde vyšší riziko nesplacení.

⁴⁴ Proces, při kterém je ze souboru nelikvidních aktiv, u kterého ale můžeme odhadnout na základě jeho podkladového aktiva cash flow, vytvořen cenný papír, který je následně prodán.

⁴⁵ Debt to net capital ratio

⁴⁶ Collateralized Debt Obligation (zajištěná dluhová obligace). Tento cenný papír přesně kopíruje hodnotu podkladového aktiva, v tomto případě úvěru (hypotéky) poskytnuté jednotlivým osobám.

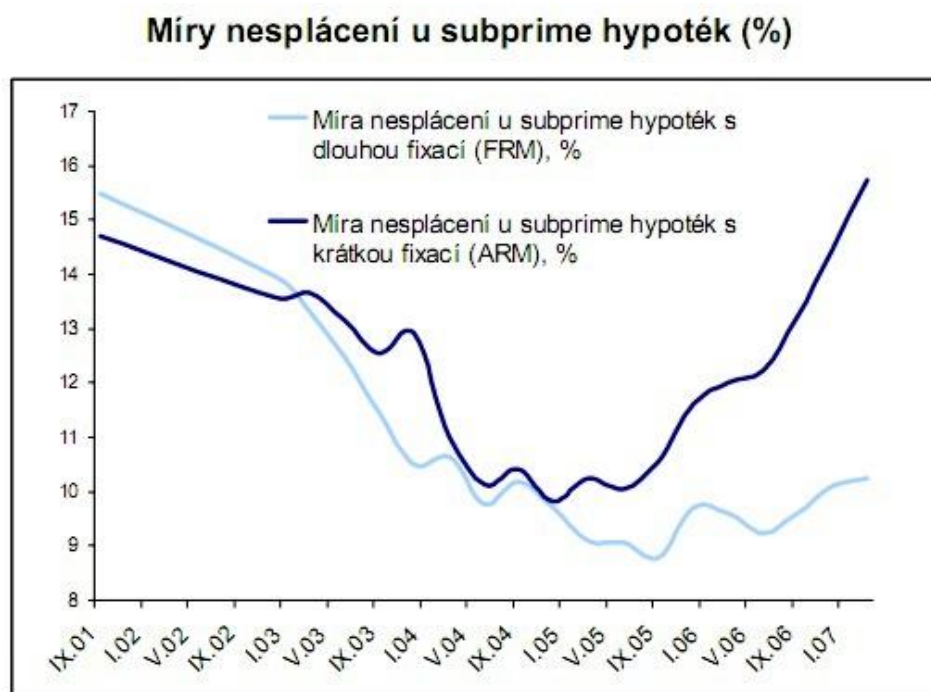
Graf 4. 1 Proces sekuritizace



Zdroj: www.risk-management.cz, 2010

Tyto strukturované produkty se však staly podkladem pro další kolo či kola sekuritizace. „Poslední“ klient tak klidně mohl nakoupit CDO kryté CDO, které je kryté další CDO. A právě na tomto křehkém systému byl trh se strukturovanými cennými papíry postaven.

Graf 4.2 Míry nesplacení subprime hypoték



Pozn.: ARM – Adjustable-rate mortgage, Hypotéka s fixací nepřevyšující dva roky

FRM – Fixed-rate mortgage, hypotéka s delší fixací, obvykle 30 let

Zdroj: Liquidity crunch aneb ilustrovaná historie jedné krize, 2010

Kdo tedy na situaci vydělával? V první řadě to byli poskytovatelé hypotečních úvěrů, kteří chtěli maximalizovat svůj zisk z objemu prodaných hypoték. Dále také bankéři, např. poplatky za provedenou sekuritizaci nebyly zrovna zanedbatelné. Poté také realitní odhadci, kteří často nadhodnocovali cenu nemovitostí. Bankéři totiž byli schopni poskytnout půjčku i ve výši 100% hodnoty nemovitosti. Svou roli také sehrály ratingové agentury, jim se ale podrobněji věnuje následující kapitola.

Průběh finanční krize

Finanční krize poté měla rychlý spád. Hromadily se nesplacené subprime hypotéky, které daly základ k pádu hypotečních bank a také srazily ceny nemovitostí. Ratingové agentury až v té chvíli zjistily, že „se něco děje“ a začaly ve velkém snižovat rating. To neustály některé banky, ty další měly problémy s likviditou a trh mezibankovních půjček se zastavil. Do ekonomiky tak přestávají proudit úvěry a ekonomika se zpomaluje a

následně přechází do recese. „Bezstarostná jízda“ tak skončila masivními podporami ze strany vlád a centrálních autorit. Vlna růstové a ziskové euforie tak skončila.

Krize na finančním trhu

Po obecném pohledu na příčiny krize se podíváme na konkrétní fakta a čísla finančního trhu a následnou reakci ratingových agentur.

Trh subprime hypoték se dostal do problémů v létě 2006, kdy ratingové agentury snížily rating těchto finančních produktů. Od prvního čtvrtletí roku 2005 do třetího čtvrtletí roku 2007 se snížil rating 66 % cenných papírů, které byly jištěné CDO. U 44 % z nich se hodnocení snížilo dokonce na spekulativní stupeň.

Více než polovinu těchto strukturovaných cenných papírů hodnotila např. agentura Moody's ratingem Aaa. Zlom však přišel v listopadu roku 2007, kdy náhle bylo sníženo hodnocení více než 2000 cenných papírů a 500 tranší⁴⁷ z nich dokonce kleslo i o deset stupňů.⁴⁸ Cenné papíry, které klesnou o osm a více stupňů se nazývají „padlí andělé.“⁴⁹ Masivní snižování pokračovalo i v roce 2008, kdy se snížení ratingového hodnocení dotklo skoro 30 tisíc cenných papírů, některým z nich byl rating snižován i opakovaně. Dodejme jen, že více než 10 tisíc těchto cenných papírů bylo hodnoceno známkou Aaa. Investoři okamžitě v ratingové hodnocení ztratili důvěru a trh se strukturovanými cennými papíry klesl o 54 %.

Je to logické, o finančních trzích se říká, že rostou a padají s důvěrou. A právě finanční krize a nepřilíh přesné hodnocení ratingových agentur touto důvěrou pořádně otřásla.

Než se ale podíváme na důsledky finanční krize, na které měly ratingové agentury vliv, zaměříme se na chyby ratingových agentur, které měly tyto subjekty už před krizí.

⁴⁷ Část emise cenných papírů

⁴⁸ Počítáme-li i „mezistupně, které jsou značeny znaménky + a -.

⁴⁹ Fallen angels

4.3 Chyby ratingových agentur

Ratingové hodnocení poskytuje jasné závěry. Pomocí jednoduchých známek investor hned ví, jak na tom konkrétní cenné papíry jsou a nemusí zkoumat všechny emitenty zdlouhavě sám. Rating poskytuje jasnou, jednoduchou a veřejně dostupnou informaci. V tom je ale také jeden z největších problémů ratingových agentur. Výsledky složité metodiky jsou totiž vyjádřeny jediným písmenem. A to může v některých případech vést k špatnému pochopení ratingu ze strany investorů.

Chyby ratingové agentury dělaly už před krizí. Tyto chyby pak můžeme rozdělit do dvou skupin. Tou první jsou střety zájmů, druhou pak metodologické chyby.

Do první skupiny můžeme zařadit nutnost emitentů mít obvykle dvě ratingové hodnocení, která zavedla americká Komise pro cenné papíry a burzy,⁵⁰ takže největší světové agentury si ani nemusí konkurovat. Pokud vezmeme v úvahu slova agentury Fitch, která tvrdí, že ke dvěma větším světovým ratingovým agenturám tvoří jakousi alternativu a nepřiděluje ratingy v takovém rozsahu, tak zjistíme, že Standard & Poor's a Moody's dohromady zabírají více než osmdesát procent trhu. Takže vlastně žádnou konkurenci nemají. Všichni tři velcí hráči pak dohromady zabírají více než 95 % trhu a vytváří oligopol⁵¹ ratingových agentur.

Mezi metodologické chyby lze zařadit chybějící kontrolu primárních údajů, ze kterých pak ratingové agentury vychází při stanovování ratingu. Kontrola chybí i přesto, že podvodů se zaměřeným účetnictvím firem stále přibývá. Dá se tak říct, že zastaralý postup sběru dat neodráží současné podmínky. S tím souvisí i další problém a tím je celkový model pro hodnocení subjektů, který v plné míře neodráží současný stav finančních trhů a ekonomiky celkově. Například růst cen nemovitostí v USA byl dlouhou dobu označován za varovný a do budoucna jako možný zdroj problémů, přesto ratingové agentury s tímto problémem ve svých metodologických postupech vůbec nepočítaly.

Dalším problémem je financování ratingových agentur. Ty jsou totiž placeny ze strany emitentů cenných papírů. Původně platilo, že za rating platil investor, tedy ten, kdo chtěl kupovat cenné papíry. Mělo to svou logiku, rating slouží investorům jako informace

⁵⁰ SEC – Securities and Exchange Commission

⁵¹ Oligopol – tržní struktura na straně nabídky, kdy v oboru existuje jen málo firem, které poté samy stanovují ceny a budoucí vývoj celého odvětví.

před koupí. Každý emitent ale má zájem na vysokém ratingu svého cenného papíru, tak se placení služeb za rating pomalu přelilo z investorů na emitenty, kteří si za vysoké hodnocení rádi připlatili. Obrovský boom strukturovaných cenných papírů a jejich hodnocení tak firmám přinášely vysoké zisky. Tento jev nazýváme „nakupováním ratingů.“⁵² Vznikl ale problém nadhodnocených ratingů, který byl později rozbuškou na startu finanční krize. Na agentury byl ze strany zákazníků vyvíjen tlak, abych jejich emise dostala co nejvyšší rating.

4.4 Selhání ratingových agentur

Ratingové agentury udělaly při finanční krizi několik chyb. Kromě již výše zmiňovaných můžeme přidat ještě nezávislost analytiků, kteří hodnocení prováděli. V některých případech byl vztah s hodnoceným subjektem až příliš přátelský.

Samotné agentury se ale také brání. Emitenti jim vědomě neposkytovali správné údaje a extrémně složitou strukturu strukturovaných cenných papírů agentury prostě nemohly rozluštit. Závěr ratingových agentur je však až příliš prostý. „Dostávali jsme od emitentů zkreslené informace a jsme v tom nevinně.“ A to pravda rozhodně není. Výše uvedené chyby a zaváhání nemohou tyto agentury rozhodně vyvrátit.

Ratingové agentury se po zjištění problémů se strukturovanými cennými papíry doslova bály snížit ratingové hodnocení, protože by mohly rozpoutat finanční chaos, stejně jak tomu bylo v případě AIG, o které bude ještě řeč. Umělé udržování ratingů však nepomohlo a finanční domy krachovaly i nadále. Tento stav např. nevydržel u již zmiňované AIG. USA musely zasáhnout, protože pád této pojišťovny by znamenal obrovské problémy celého finančního sektoru. Tento stav se nazývá „too big to fail“⁵³.

Typickým příkladem selhání ratingových agentur je případ významné americké banky Lehman Brothers⁵⁴, která měla ještě 12. září 2008 vysoké ratingové hodnocení od všech tří největších světových agentur. Agentura Standard & Poor's tuto banku hodnotila známkou A, která znamená velmi dobrou schopnost dostát svým závazkům. Moody's dávala bance rating A2, jenž znamená nízké úvěrové riziko. Ani agentura Fitch

⁵² Rating shopping – emitenti si nechají udělat rating u více agentur a poté zveřejní ten nejlepší výsledek.

⁵³ „příliš velká na to, aby mohla padnout“

⁵⁴ Jedna z největších investičních bank v USA.

nehodnotila Lehman Brothers jinak než ostatní dvě agentury, její hodnocení A+ znamená vysokou úvěrovou kvalitu.

O tři dny později banka bankrotuje. Velmi podobně se vyvíjela i situace kolem pojišťovny AIG.⁵⁵ Ve stejný den, kdy bankrotuje Lehman Brothers, se ratingové hodnocení pojišťovny snižuje z vysokého ratingu AA o dva nebo tři stupně. A toto snížení hodnocení způsobuje pojišťovně obrovské problémy, díky smlouvám s bankami po celém světě totiž musela díky snížení ratingu okamžitě složit ručení ve výši v řádu miliard dolarů. A takovou hotovost AIG neměla. Pojišťovnu nakonec zachránil FED⁵⁶ půjčkou blížící se 90 miliardám dolarů.

Tabulka 4.1 Vybrané kroky centrálních autorit – záchranné balíčky (mld.)

	Garance na mezibankovní závazky	Kapitálový vstup do institucí	Odkupy problémových aktiv	Ostatní programy a opatření
USA	1 400 USD	250 USD	800 USD	185 USD
Eurozóna	1 140 EUR	242, 3 EUR	52,5 EUR	-

Zdroj: ČNB, 2008; vlastní úprava

⁵⁵ American International Group – americký pojišťovací gigant.

⁵⁶ Federální rezervní systém, obdoba centrální banky státu

Obr. 4. 1 Pomýlená hodnocení – Příklady firem, které měly rating vhodný k investování, i když v roce 2008 zkrachovaly



AIG

- » **15. září 2008**
S&P snižuje hodnocení z A- na AA-
Moody's jde z A2 na Aa3
Fitch snižuje rating na A z AA-
- » **16. září 2008**
Pojišťovna získává injekci 85 miliard dolarů ze státní kasy, aby se zabránilo jejímu bankrotu

Lehman Brothers

- » **9. září 2008**
Fitch varuje před negativním vývojem, ale ponechává hodnocení A+
- » **10. září 2008**
Moody's stahuje své varování a nechává rating A2
- » **12. září 2008**
S&P rovněž končí s varováním a ponechává hodnocení A
- » **15. září 2008**
Společnost se přihlásila do bankrotu



EKONOM

Zdroj: časopis Ekonom, č. 27, 2009

Následky nezvládnuté krize

O finančních trzích jsme již psali, že rostou a padají s důvěrou. A právě finanční krize a nepřiliš přesné hodnocení ratingových agentur touto důvěrou pořádně otrásla. Bylo jasné, že odezva ze strany vlád jednotlivých zemí na sebe nenechá dlouho čekat.

4.5 Budoucnost ratingových agentur

4.5.1 Počátky regulace

V roce 2004 se všechny velké ratingové agentury připojily k dodržování Etického kodexu organizace IOSCO.⁵⁷ Ten byl zveřejněn po obrovských problémech společností WorldCom a Enron, o kterých již bylo psáno na předchozích stranách. Většina ratingových agentur tento dokument přijala. Kodex se soustředil na kvalitu ratingových procesů,

⁵⁷ International Organization of Securities Commissions (Mezinárodní organizace Komisí pro cenné papíry).

nezávislost analytiků, předcházení konfliktům zájmů nebo transparentnost ratingových metod. Nepřikazoval však agenturám, jak mají tvořit matematické a statistické modely pro výpočet daného ratingu. To zůstávalo plně v kompetenci samotných ratingových agentur. O čtyři roky později byl kodex revidován, nejdůležitější změnou byl zákaz analytikům, aby emitentům neposkytovali rady ohledně sestavení strukturovaných produktů. Stávalo se totiž, že analytik klientovi doporučil takovou skladbu portfolia, která dostala lepší rating než klientem původně navrhované řešení.

4.5.2 Regulace v Evropě a USA

V EU se pozice ratingových agentur výrazně změnila. Od původní samoregulace až po konkrétní legislativní opatření. Jen dodejme, že v USA jsou ratingové agentury regulovány už od roku 2006. Po tvrdé regulaci v Evropě nejvíce volal komisař pro vnitřní trh Charlie McCreevy. Evropská unie nakonec v roce 2009 přijala Nařízení Evropského parlamentu a Rady o ratingových agenturách⁵⁸. Ten obsahuje i některé pasáže z dříve zmiňovaného etického kodexu IOSCO. Navíc ale zavádí monitoring ratingových agentur ze strany evropského dohledu nebo novou registrační proceduru, kterou si musí projít každá z ratingových agentur.

Nařízení přineslo několik důležitých změn. Jednou z hlavních změn jsou určitá omezení, která se týkají již zmiňovaných strukturovaných produktů. Tyto složité produkty finančního trhu nelze v některých případech dostatečně analyzovat. V tomto případě ratingová agentura nemusí rating poskytnout nebo může již poskytnutý rating stáhnout. Změnila se i informační povinnost agentur, nyní musí zveřejňovat modely a metodologii, podle které se rating počítá a prokázat, že zdroje těchto informací jsou spolehlivé.

Regulace by hlavně měla zvýšit spolehlivost ratingu a omezit konflikt zájmů. Nabízí se ale otázka, zda by regulační orgány měly sledovat použitou metodologii jednotlivých agentur. V tomto případě by totiž mohl být za rating částečně odpovědný i stát. Ten totiž vydává dluhopisy a od ratingových agentur dostává patřičné ohodnocení těchto cenných papírů – a zde by se mohl vynořit nový střet zájmů.

Významnou změnou také bude zavedení jiné ratingové stupnice pro strukturované produkty, jež měly na finanční krizi největší podíl. Nová stupnice by měla zajistit lepší

⁵⁸ Č. 1060/2009 ze dne 16. září 2009

hodnocení rizika, je zde však jeden problém. Ratingová stupnice pro strukturované produkty nebude srovnatelná s klasickými cennými papíry a do finančního systému zřejmě přinese zmatek.

Jedním z problémů je i různý stupeň regulace v Evropské unii a ve Spojených státech amerických. Může tak dojít k určité segmentaci těchto trhů, protože v různě regulovaném prostředí nebude jednoduché udělované ratingy srovnávat. Tím se dostáváme už ke dvěma novým problémům, které se mohou v brzké době vynořit.

4.5.3 Regulace v ČR

V březnu letošního roku se regulace ratingových agentur objevila i v České republice. Poslanecká sněmovna ji zřejmě schválí již v prvním čtení jako technickou novelu. Zákon by měl v ČR začít platit podle Nařízení Evropské unie do 7. června 2010. Podobná pravidla platí v některých zemích EU už od 7. prosince 2009.

Na ratingové agentury v České republice bude dohlížet ČNB. U ČNB se budou agentury registrovat a poté se budou muset řídit závaznými pravidly. Za jejich porušování bude hrozit pokuta ve výši až 20 miliónů Kč. V případě, že ratingové agentury budou mít nedostatky, ČNB jim může dočasně zastavit možnost udělování ratingů, v krajním případě i registraci odebrat.

4.6 Shrnutí

Cílem Evropské unie je povinná registrace všech ratingových agentur, zveřejňování modelů pro výpočty ratingů a zavedení nových stupnic pro strukturované produkty. Až se může zdát, že této regulace je příliš.

Ratingové agentury do značné míry selhaly, svoje chyby však nebudou moci napravit, protože vlády je dříve začaly regulovat. Nadhodnocené ratingy strukturovaných finančních produktů stály na začátku finanční krize. I přes všechny problémy ale hrají ratingové agentury na světovém finančním trhu nezastupitelnou roli a lepší metoda pro hodnocení úvěrového rizika momentálně neexistuje.

5 Závěr

Současná finanční krize překreslila ekonomickou mapu světa. Spojené státy americké, kde má krize svoje kořeny, si díky štědré pomoci tamější centrální banky udržely pozici světového finančního lídra. Některé další země ale takové štěstí už neměly. Mezi tyto státy patří Maďarsko nebo Island, které byly v této práci podrobeny analýze vývoje ratingového hodnocení. Tuto dvojici pak doplnila Česká republika.

Ještě než došlo k samotnému hodnocení ratingu daných zemí, bylo potřeba definovat samotný pojem rating, přiblížit proces jeho tvorby a také popsat jednotlivé druhy ratingu. Nebyly opomenuty ani problémy, které při vytváření ratingu mohou vznikat. Práce se pak detailněji věnovala tzv. sovereign credit ratingu, tedy ratingu vládních dluhopisů, který vyjadřuje míru rizika, jež je s vlastnictvím těchto obligací spojeno.

Další část se věnovala vzniku a historii ratingových agentur a zaměřila se jak na celosvětové lídry, tak i na jednu z českých agentur. Podrobněji jsou popsány agentury Standard & Poor's, Moody's a Fitch. Mezi české zástupce pak patří Czech Rating Agency.

Třetí kapitola už konkrétně popisuje vývoj ratingového hodnocení České republiky, Islandu a Maďarska v souvislosti s jejich ekonomickým vývojem. Česká ekonomika se prezentuje stabilním bankovním sektorem a ratingové agentury neměly důvod, aby se hodnocení země v průběhu finanční krize měnilo. Největším problémem České republiky je rychle rostoucí veřejný dluh, který může mít v budoucnu velký podíl na snížení ratingového hodnocení. Na tento problém ratingové agentury upozorňují už delší dobu. V současné době si ale země i přesto už devátým rokem drží hodnocení A1. V úplně jiné situaci je Island, který byl ještě nedávno zemí s rychle rostoucí ekonomikou a platil za významného hráče na poli poskytování bankovních služeb. Krize však z prosperující země během několika měsíců udělala stát na pokraji bankrotu, jehož zachránily až mezinárodní půjčky. To se výrazně projevilo i na ratingovém hodnocení, Island měl několik let nejvyšší možné hodnocení Aaa, ale v průběhu několik měsíců se rating snížil až na Baa1, tedy ke spekulativnímu pásmu. Maďarsko zase dlouhou dobu vědělo o svých problémech týkajících se neúměrného zadlužení země. Tyto problémy však neměla zájem řešit žádná vláda. Nepříznivé situaci odpovídal i rating, který nikdy nedosáhl na hodnotu České

republiky, přitom obě země měly v 90. letech podobnou výchozí pozici, když stály na počátku ekonomické transformace. Maďarsko dostihly dluhy v roce 2008 a země nezkrachovala jen díky masivním zahraničním půjčkám. Rating se v té době pohyboval těsně nad spekulativním pásmem a ani v současné době není situace zdaleka ideální a Maďarsko je podobně jako Island na stupni Baa1.

Poslední kapitola popisuje průběh finanční krize, detailněji se pak zabývá chybami ratingových agentur, které agentury dělaly už před krizí, ale v plné síle se projevily právě až v roce 2008. Závěr práce se zabývá reakcí Evropské komise a vlády Spojených států amerických na selhání agentur v době krize v podobě jejich regulace. Popisuje také regulaci v České republice, která zde vstoupí v platnost v červnu 2010.

Ratingové agentury už nyní svou úlohu v hodnocení států bez problémů plní. Ostatně to dokazuje i třetí kapitola, ve které je jasně vidět, že agentury v současné době pružně reagují na vzrůstající problémy zemí. Avšak v minulosti tomu tak nebylo. U světové finanční krize ratingové agentury do jisté míry selhaly při hodnocení strukturovaných cenných papírů, které stály na počátku této krize a patří tak k jejím viníkům. Ratingové agentury ale šanci na napravení svých chyb nedostanou, dříve je totiž dostihla regulace.

I přes jisté zaváhání ratingových agentur lze říci, že lepší nástroj pro hodnocení úvěrového rizika momentálně neexistuje a agentury mají ve světové ekonomice svoji nezastupitelnou roli.

Seznam použité literatury

Knihy

1. DURČÁKOVÁ, J.; MANDEL, M. *Mezinárodní finance*. 2. vyd. Praha: Management Press, 2003. 394 s. ISBN 80-7261-090-2
2. DVOŘÁK, P. *Veřejné finance, fiskální nerovnováha a finanční krize*. 1 vyd. Praha: C. H. Beck, 2008. 343 s. ISBN 978-80-7400075-1
3. HOLMAN, R. *Ekonomie*. 4. vyd. Praha: C. H. Beck, 2005. 709 s. ISBN 80-7179-861-6.
4. KLIKOVÁ, Ch.; KOTLÁN, I. *Hospodářská politika*. 1. vyd. Ostrava: Sokrates, 2003. 275 s. ISBN 80-86-572-04-8.
5. KRAUS, J.; a kolektiv. *Nový akademický slovník cizích slov A-Ž*. 1. vyd. Praha: Academia, 2005. 879 s. ISBN 80-200-1351-2
6. PROCHÁZKA, P. *Mezinárodní bankovníctví*. 1. vyd. Praha: Bankovní institut, 1996. 297 s.
7. SAMUELSON, P. A.; NORDHAUS, W. D. *Ekonomie*. 1. vyd. Praha: NS Svoboda, 2007. 775 s. ISBN 978-80-205-0590-3
8. VINŠ, P.; LIŠKA, V. *Rating*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2005. 109 s. ISBN 80-7179-807-X.

Tištěná periodika

9. DAVIDOVÁ, P.; OPRAVILOVÁ, R. *Rating a stabilita finančního systému*. Bankovníctví. 2008, č. 6-7, s.20-24. ISSN 1212-4273.
10. EVANS, D.; SALASOVÁ, C. *Ratingové agentury v pasti*. Ekonom. 2009, roč. 53, č. 27, s. 11-13. ISSN 1210-0714.
11. HOLMAN, Robert. *Jak (ne)regulovat ratingové agentury*. Ekonom. 2010, roč. 54, č. 11, s. 22-23. ISSN 1210-0714.
12. MACHALA, Karel. *Vítězové a poražení finanční krize*. Bankovníctví. 2010, č. 1, s. 8-11. ISSN 1212-4273.
13. MACHALA, Karel. *Rating, krize a regulace*. Bankovníctví. 2010, č. 3, s. 8-11. ISSN 1212-4273.
14. PRCHAL, Miroslav. *Šéf, který věděl, ale nezasáhl*. Ekonom. 2008, roč. 52, č. 47, s. 34-35. ISSN 1210-0714.

Elektronické publikace, články a odkazy

15. BENMELECH, E.; DLUGOSZ, J. *The Credit Rating Crisis* [online]. [cit. 2010-04-15]. Cambridge: Harvard University, 2008. Dostupné z www: http://www.economics.harvard.edu/faculty/benmelech/files/Credit_Rating_Crises_April2_fin.pdf
16. BUČKOVÁ, V. *CDO a jeho souvislost se vznikem současné hospodářské krize* [online]. [cit. 2010-02-12]. Dostupné z www: <http://www.finance.cz/zpravy/finance/217511-cdo-a-jeho-souvislost-se-vznikem-soucasne-hospodarske-krize/>
17. CROUHY, M. G.; JARROW, R. A.; TURNBULL, S. M. *The Subprime Credit Crisis of 07* [online]. [cit. 2010-04-10]. Dostupné z www: http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID1162288_code43962.pdf
18. ČNB. *Monitoring centrálních bank – prosinec 2008* [online]. [cit. 2010-04-10]. Dostupné z www: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/monitoring_centralnich_bank/download/0804_mcb.pdf
19. ČTK. *Ratingové agentury budou podléhat dozoru* [online]. [cit. 2010-04-02]. Dostupné z www: <http://hn.ihned.cz/c1-41215120-ratingove-agentury-budou-podlehat-dozoru-cnb>
20. HOLOP, Z. *Hodina pravdy pro Maďarsko: země se ocitla na pokraji bankrotu* [online]. [cit. 2010-03-16]. Dostupné z www: http://zpravy.idnes.cz/hodina-pravdy-pro-madarsko-zeme-se-ocitla-na-pokraji-bankrotu-ptv-/kavarna.asp?c=A090317_162132_kavarna_bos
21. LOBOTKA, M. *Liquidity lunch aneb ilustrovaná historie jedné krize* [online]. [cit. 2010-04-16]. Dostupné z www: www.csas.cz/banka/content/inet/internet/cs/Special_2007_08_30_.pdf
22. MAGYAR NEMZETI BANK. *Report on financial stability* [online]. [cit. 2010-04-22]. Dostupné z www: http://english.mnb.hu/Resource.aspx?ResourceID=mnbfile&resourcename=stabjel_2009_aprilis_en

23. POSPÍŠIL, J. *Rating – co je rating a jaký je jeho význam (1. díl)* [online]. [cit. 2010-04-07]. Dostupné z [www](http://finance.idnes.cz/fi_blind.asp?r=fi_osobni&c=A010412_082522_fi_osobni_1902):
http://finance.idnes.cz/fi_blind.asp?r=fi_osobni&c=A010412_082522_fi_osobni_1902
24. POSPÍŠIL, J. *Rating – historie, původ a vlastníci ratingových agentur (2. díl)* [online]. [cit. 2010-04-07]. Dostupné z [www](http://finance.idnes.cz/fi_blind.asp?r=fi_osobni&c=A010510_164846_fi_osobni_2086):
http://finance.idnes.cz/fi_blind.asp?r=fi_osobni&c=A010510_164846_fi_osobni_2086
25. SINGER, M. *Finanční krize: příčiny a možné dopady na českou ekonomiku* [online]. [cit. 2010-01-13]. Dostupné z [www](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/Singer_20081201_b-i-g-expert.pdf):
http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/Singer_20081201_b-i-g-expert.pdf
26. STRMISKA, Z. *Soumrak nad Islandem* [online]. [cit. 2010-04-22]. Dostupné z [www](http://www.finance.cz/zpravy/finance/194836-soumrak-nad-islandem/):
<http://www.finance.cz/zpravy/finance/194836-soumrak-nad-islandem/>
27. SŮVOVÁ, H.; KOZELKOVÁ, E.; ZEMAN, D.; BAUEROVÁ, J. *Eligibility of external credit assessment institutions, Research and policy notes* [online]. [cit. 2010-04-16]. Praha: Czech National Bank, 2005. Dostupné z [www](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/research/research_publications/irpn/download/rpn_3_2005.pdf):
http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/research/research_publications/irpn/download/rpn_3_2005.pdf

Ostatní zdroje

28. Nařízení Evropského parlamentu a Rady č. 1060/2009 ze dne 16. září 2009 o ratingových agenturách
29. Zákon č. 21/1992 Sb., o bankách; novelizován zákonem č. 120/2007 Sb.

Internetové stránky

Bloomberg – zpravodajská agentura

poskytující finanční zpravodajství www.bloomberg.com

BusinessInfo.cz – oficiální portál

pro podnikání a export www.businessinfo.cz

Central Bank of Iceland - islandská

centrální banka

www.sedlabanki.is

Česká národní banka

www.cnb.cz

EuroEkonom.cz - ekonomický portál

www.euroekonom.cz

Evropský statistický úřad

www.ec.europa.eu/eurostat

Hospodářské noviny

www.ihned.cz

Informační server pro podnikání

www.business.center.cz

Magyar Nemzeti Bank - maďarská

centrální banka

www.english.mnb.hu

Organisation for Economic

Co-operation and Development

www.oecd.org

Ratingová agentura Fitch

www.fitchratings.com

Ratingová agentura Moody's

www.moodys.com

Ratingová agentura Standard & Poor's

www.standardpoors.com

The World bank

www.worldbank.org

Wikipedia – otevřená encyklopedie

www.wikipedia.org

Seznam zkratk

CDO	Collateralized debt obligations
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
ČSFR	Česká a Slovenská Federativní republika
EU	Evropská unie
FED	Federal Reserve System
HDP	Hrubý domácí produkt
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
MMF	Mezinárodní měnový fond
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
SEC	Securities and Exchange Commission

Prohlášení o využití výsledků bakalářské práce

Prohlašuji, že

- jsem byl seznámen s tím, že na mou bakalářskou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, bakalářskou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že bakalářská práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího bakalářské práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o bakalářské práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, bakalářskou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 7. 5. 2010

.....

jméno a příjmení studenta

Adresa trvalého pobytu studenta:

Za Lihovarem 341

Oldřišov

747 33

Seznam příloh

Tabulka indexu International Country Risk

Ratingové stupnice hlavních ratingových agentur

Vývoj ratingového hodnocení ve vybraných ekonomikách

Aktuální ratingové hodnocení států

Příloha č. 1: Tabulka indexu International Country Risk

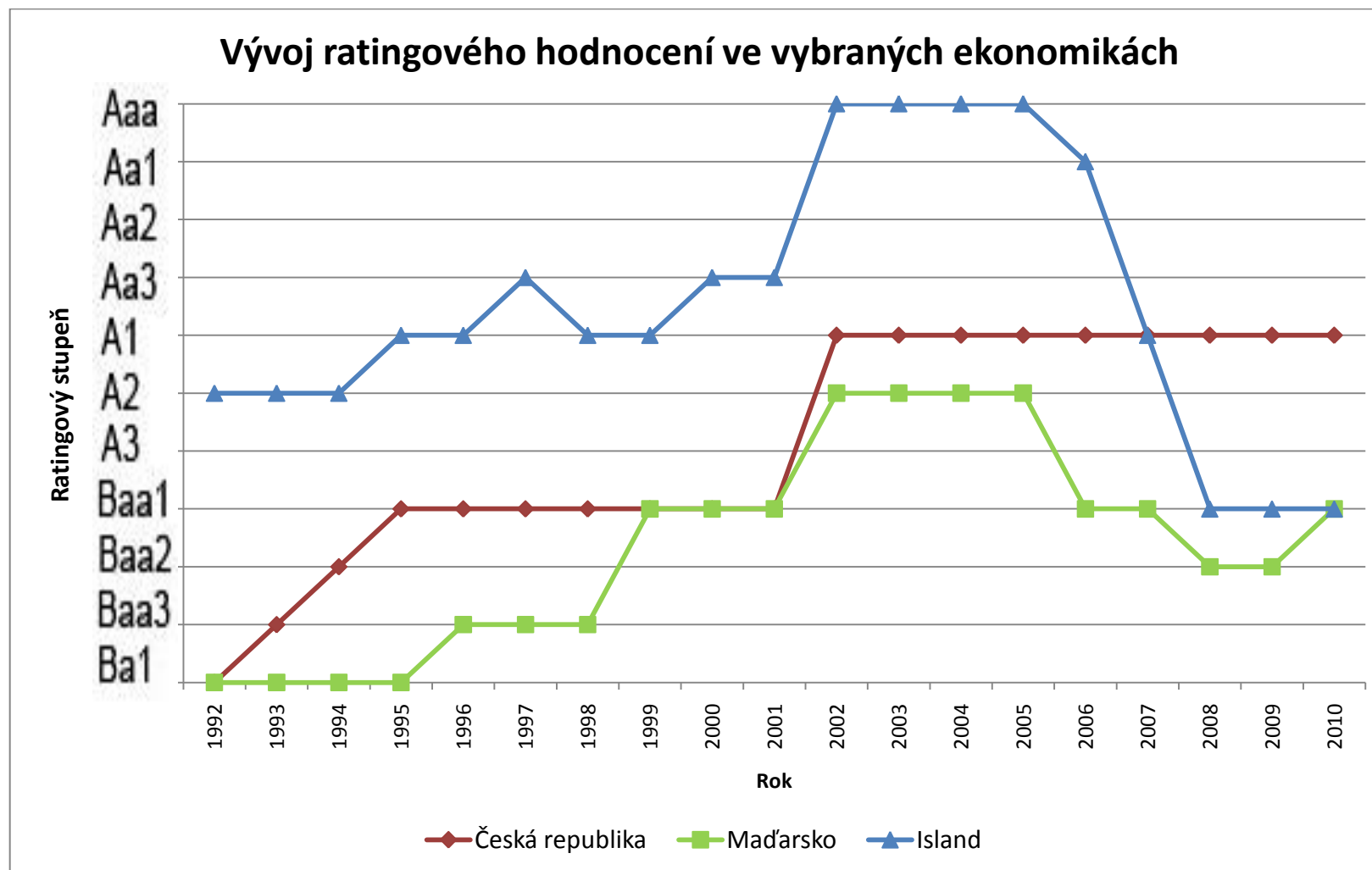
International Country Risk	
Indikátor	Maximální počet bodů
Politická rizika	
Ekonomická očekávání vs. realita	12
Selhání ekonomických závěrů vlády	12
Stabilita politického vedení	12
Zahraniční konflikty	10
Korupce ve vládě	6
Význam armády v politice	6
Význam náboženství v politice	6
Síla právní tradice	6
Nebezpečí rasových a národnostních nepokojů	6
Nebezpečí politického terorismu	6
Nebezpečí občanské války	6
Rozvinutost politického systému	6
Kvalita byrokratického aparátu	6
Celkem	100
Ekonomická rizika	
Riziko inflace	10
Podíl dluhové služby na ročním exportu zboží a služeb	10
Krytí měsíčního importu devizovými rezervami	5
Platební disciplína importérů	5
Podíl salda běžného účtu na exportu zboží a služeb	15
Procentní poměr mezi černým a oficiálním kursem	5
Celkem	50
Finanční rizika	
Možnost platební neschopnosti	10
Odklad ve splacení dodavatelských úvěrů	10
Možnost neuznání závazků vládou	10
Možnost ztrát z devizové kontroly	10
Možnost vyvlastnění soukromých investic	10
Celkem	50

Zdroj: Durčáková a Mandel (2005), vlastní úprava

Tab. 2 Ratingové stupnice hlavních ratingových agentur								
	Moody's			Fitch			Standard&Poor's	
	dlouho- dobý	krátko- dobý	finanční síly	dlouho- dobý	podpory	indivi- duální	dlouho- dobý	krátko- dobý
Vynikající	Aaa	P-1	A	AAA	1	A	AAA	A-1+
	Aa1	P-1	A-	AA+	1	A	AA+	A-1+
	Aa2	P-1	B+	AA	1	A	AA	A-1+
	Aa3	P-1	B	AA-	1	A/B	AA-	A-1+
Dobry	A1	P-1	B-	A+	1	B	A+	A-1
	A2	P-1	C+	A	1	B	A	A-1
	A3	P-2	C	A-	1	B/C	A-	A-2
Přiměřený	Baa1	P-2	C-	BBB+	2	C	BBB+	A-2
	Baa2	P-2	C-	BBB	2	C	BBB	A-2
	Baa3	P-3	D+	BBB-	2	C/D	BBB-	A-3
Spekulativní	Ba1	Not prime	D+	BB	3	D	BB+	B
	Ba2	Not prime	D	BB	3	D	BB	B
	Ba3	Not prime	D-	BB	3	D/E	BB-	B
Vysoce speculativní	B1	Not prime	E+	B	4	E	B+	C
	B2	Not prime	E+	B	4	E	B	C
	B3	Not prime	E+	B	5	E	B-	C
	Caa	Not prime	E	C	5	E	CCC	C
ZDROJ: RATINGOVÉ AGENTURY								

Zdroj: Bankovníctví, č. 6 – 7, 2008

Příloha č. 3: Vývoj ratingového hodnocení ve vybraných ekonomikách



Příloha č. 4: Aktuální ratingové hodnocení států

Ratingové hodnocení států				
MOODY'S		STANDARD & POOR'S		Fitch
Investiční stupně				
Aaa	Francie, Německo, Nizozemsko, Rakousko, USA, Švýcarsko, Finsko, Norsko, Dánsko, Spojené království, Švédsko, Španělsko, Nový Zéland, Kanada, Singapur, Austrálie, Lucembursko	AAA	Francie, Německo, Nizozemsko, Norsko, Rakousko, Švýcarsko, USA, Singapur, Dánsko, Finsko, Spojené království, Kanada, Austrálie, Švédsko, Lucembursko	Rakousko, Finsko, Francie, Německo, Nizozemsko, Norsko, USA, Švýcarsko, Spojené království, Singapur, Dánsko, Španělsko, Švédsko, Kanada, Lucembursko
Aa1	Belgie, Irsko	AA+	Belgie, Nový Zéland, Španělsko, Hongkong	Austrálie, Nový Zéland, Belgie, Irsko
Aa2	Portugalsko, Itálie, Slovinsko, Hongkong, Kuvajt, Japonsko	AA	Slovinsko, Japonsko, Irsko	Portugalsko, Japonsko, Slovinsko, Hongkong, Kuvajt
Aa3	Tchaj-wan, Kypr	AA-	Tchaj-wan, Kuvajt, Saúdská Arábie	Itálie, Kypr, Saúdská Arábie
A1	ČESKÁ REPUBLIKA, Řecko, Estonsko, Slovensko, S. Arábie, Čína, Malta, Izrael, Chile	A+	Itálie, Chile, Kypr, Portugalsko, Slovensko, Čína	ČESKÁ REPUBLIKA, Tchaj-wan, Korea, Malta, Čína, Slovensko
A2	Polsko, Korea	A	ČESKÁ REPUBLIKA, Malta, Korea, Izrael	Řecko, Chile, Izrael
A3	Malajsie, J. Afrika	A-	Malajsie, Polsko, Řecko, Estonsko	Malajsie, Polsko,
Baa1	Mexiko, Maďarsko, Rusko, Island, Litva	BBB+	Jižní Afrika, Mexiko	Jižní Afrika, Mexiko, Estonsko
Baa2	Kazachstán	BBB	Chorvatsko, Rusko, Bulharsko, Litva	Maďarsko, Rusko, Litva
Baa3	Chorvatsko, Indie, Bulharsko, Rumunsko, Lotyšsko, Brazílie	BBB-	Kazachstán, Indie, Island, Brazílie, Maďarsko	Chorvatsko, Indie, Island, Bulharsko, Kazachstán, Brazílie
Spekulativní stupně				
Ba1	Egypt,	BB+	Černá hora, Egypt, Lotyšsko, Rumunsko	Egypt, Makedonie, Rumunsko, Lotyšsko
Ba2	Indonésie	BB	Vietnam, Makedonie	Indonésie
Ba3	Vietnam, Turecko	BB-	Turecko, Srbsko, Indonésie, Mongolsko	Vietnam, Srbsko, Turecko,
B1	Mongolsko	B+	Bělorusko	
B 2	Turkmenistán, Bosna a Hercegovina, Ukrajina,	B		Mongolsko, Ukrajina
B 3	Argentina, Pákistán	B-	Argentina,	Moldávie
Caa1	Kuba, Moldávie	CCC+	Pákistán, Ukrajina	
Caa2		CCC		
Caa3		CCC-		
Ca		SD		

ZDROJ: ČNB

ZDROJ: ČNB

Zdroj: Bankovníctví, č. 3, 2010